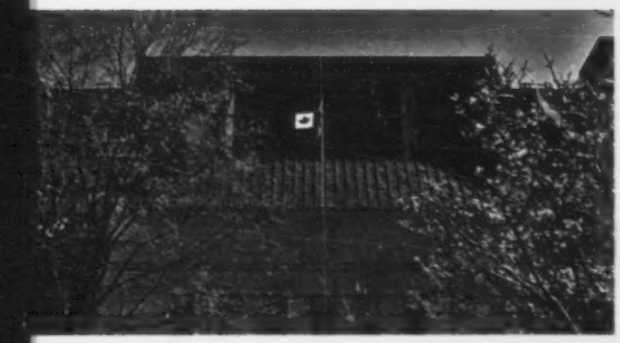
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

April 2012



bankofcanada.ca

Canada's Inflation-Control Strategy[1]

Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.[2] These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their implications for inflation. The *Monetary Policy Report* (MPR) is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the MPR.

Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

---

1 See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

2 When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at bankofcanada.ca.

For further information, contact:

Publication Information
Communications Department
Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;
1 800 303-1282 (toll free in North America)
Email: info@bankofcanada.ca Website: bankofcanada.ca

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
©2012 Bank of Canada

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

April 2012

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

This report includes data received up to 13 April 2012.

The Bank will take whatever action is appropriate to achieve the 2 per cent CPI inflation target over the medium term. This is our contribution to ensuring that Canadians can save and invest with confidence.

Over the next few years, Canadian businesses will also have to analyse and act. Their decisions to refocus, retool and retrain will do much to determine how rapidly our prosperity grows in the decades ahead.

—Mark Carney

Governor, Bank of Canada
2 April 2012
Waterloo, Ontario

Contents

Overview 1

Global Economy 3

- Global Financial Conditions 4
- Euro Area 7
- United States 8
- Japan 11
- Emerging-Market Economies 11
- Commodity Prices 12
- Implications for the Canadian Economy 14
- Canadian Dollar 15
  - Box 1: Rising Oil Prices and Their Impact on the Canadian Economy 16

Canadian Economy 19

- Financial Conditions 19
- Estimated Pressures on Capacity 22
- The Real Economy 23
  - Box 2: The Savings Rate, Housing Wealth and Debt 27
- Inflation 30

Risks to the Outlook 35

Overview

The profile for global economic growth has improved since January. Europe is expected to emerge slowly from recession in the second half of 2012, although the risks around this outlook remain high. The profile for U.S. growth is slightly stronger, reflecting the balance of somewhat improved labour markets, financial conditions and confidence on the one hand, and emerging fiscal consolidation and ongoing household deleveraging on the other. Economic activity in emerging-market economies is expected to moderate to a still-robust pace over the projection horizon, supported by an easing of macroeconomic policies. Improved global economic prospects, supply disruptions and geopolitical risks have kept commodity prices elevated. In particular, the international price of oil has risen further and is now considerably higher than that received by Canadian producers. If sustained, these oil price developments could dampen the improvement in economic momentum.

Overall, economic momentum in Canada is slightly firmer than the Bank had expected in January. The external headwinds facing Canada have abated somewhat, with the U.S. recovery more resilient and financial conditions more supportive than previously anticipated. As a result, business and household confidence are improving faster than forecast in January. The Bank projects that private domestic demand will account for almost all of Canada's economic growth over the projection horizon. Household spending is expected to remain high relative to GDP as households add to their debt burden, which remains the biggest domestic risk. Business investment is projected to remain robust, reflecting solid balance sheets, very favourable credit conditions, continuing strong terms of trade and heightened competitive pressures. The contribution of government spending to growth is expected to be quite modest over the projection horizon, in line with recent federal and provincial budgets. The recovery in net exports is likely to remain weak in light of modest external demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

The Bank projects that the economy will grow by 2.4 per cent in both 2012 and 2013 before moderating to 2.2 per cent in 2014. The degree of economic slack has been somewhat smaller than the Bank had anticipated in January, and the economy is now expected to return to full capacity in the first half of 2013.

As a result of this reduced slack and higher gasoline prices, the profile for inflation is expected to be somewhat firmer than anticipated in January. After moderating this quarter, total CPI inflation is expected, along with core inflation, to be around 2 per cent over the balance of the projection horizon as the economy reaches its production potential, the growth of labour compensation remains moderate and inflation expectations stay well anchored.

Despite recent improvements to the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-expected oil prices, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to a reintensification of sovereign debt and banking concerns in Europe, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

Reflecting all of these factors, on 17 April, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. In light of the reduced slack in the economy and firmer underlying inflation, some modest withdrawal of the present considerable monetary policy stimulus may become appropriate, consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against domestic and global economic developments.

Global Economy

Recent developments point to a somewhat stronger profile for global economic growth than was expected at the time of the last *Report* (**Table 1**). The heightened uncertainty around the global outlook has eased from very high levels, but volatility can be expected to persist. Economic conditions in the United States have improved, and policy initiatives to address the sovereign debt and banking crisis in the euro area have resulted in some improvement in European debt markets and global financial conditions.

Recent developments point to a somewhat stronger profile for global economic growth

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2011	2012	2013	2014
United States	20	1.7 (1.8)	2.3 (2.0)	2.5 (2.2)	3.6
Euro area	15	1.5 (1.5)	-0.6 (-1.0)	0.8 (0.9)	1.4
Japan	6	-0.7 (-0.8)	1.9 (1.9)	1.6 (1.7)	1.6
China	14	9.2 (9.1)	8.1 (8.2)	8.0 (8.0)	8.0
Rest of the world	46	4.3 (4.2)	3.4 (3.1)	3.5 (3.2)	3.7
World	100	3.8 (3.7)	3.2 (2.9)	3.4 (3.3)	3.8

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, *World Economic Outlook*, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2012 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

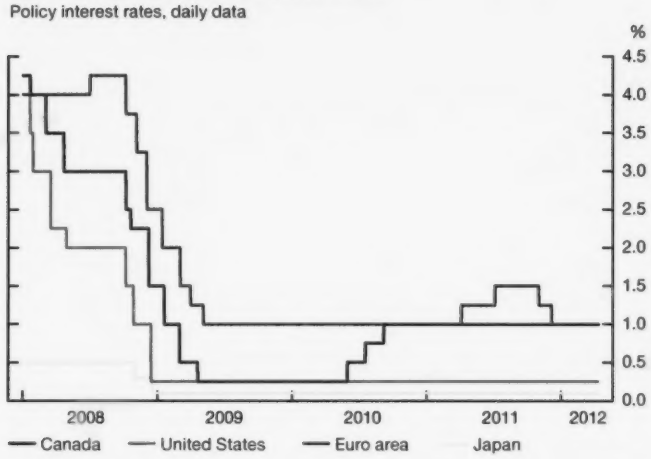
The global economy continues to face significant challenges, however. Overall, global economic growth is projected to moderate in 2012 to 3.2 per cent and to recover to 3.4 per cent in 2013 and 3.8 per cent in 2014.[1] Despite the positive impact of recent policy initiatives, the euro area is still expected to experience a recession lasting until the third quarter of 2012, followed by a sluggish recovery, with fiscal austerity, bank deleveraging and weak confidence continuing to weigh on growth. The U.S. economic expansion is projected to continue at a moderate pace through 2014, owing to the restraining effects of household deleveraging, fiscal consolidation and continuing negative spillover effects from the European crisis. Economic activity in emerging-market economies is expected to moderate over the projection horizon, albeit to a still-robust pace, supported by some easing in macroeconomic policies. Improved prospects for global economic growth and supply-side disruptions have kept global commodity prices elevated, particularly for crude oil, where prices also incorporate a geopolitical risk premium related to tensions in the Middle East. This is expected to have a slight dampening effect on global economic momentum.

The global economy continues to face significant challenges, however

1 As is customary in the April issue of the *Monetary Policy Report*, the projection horizon has been extended by one year, in this case, to 2014.

Chart 1: Central banks in advanced economies have maintained policy interest rates at historically low levels

Policy interest rates, daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 13 April 2012

In response to modest underlying inflation pressures, central banks in advanced economies have maintained policy rates at historically low levels (**Chart 1**), and a few have engaged in further quantitative easing. Central banks in a number of emerging-market economies have continued to reverse past policy tightening in light of slowing prospects for domestic economic growth.

Global Financial Conditions

Conditions in global financial markets have improved, on balance ▸

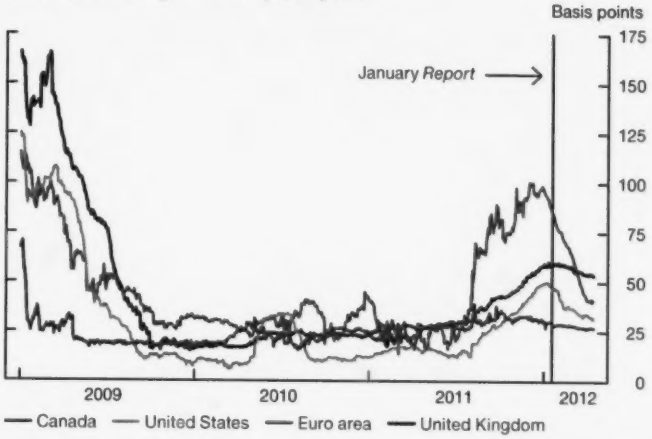
Conditions in global financial markets have improved, on balance, since the release of the January *Report*. The measures taken in Europe to address the sovereign debt and bank funding crisis, as well as stronger growth prospects in the United States, have led to an improvement in market sentiment over this period. The tone in markets was also boosted by the U.S. stress tests, which showed that the largest U.S. banks would retain sufficient capital to withstand an extremely adverse macroeconomic scenario. More recently, however, concerns about the sovereign debt positions of some euro-area peripheral economies, especially Spain, have reintensified, and investor confidence has diminished somewhat.

European policy-makers have taken a number of initiatives over the past year to improve financial stability and confidence. They have agreed on a second financial program for Greece in conjunction with substantial private sector debt relief, raised the requirement for core Tier 1 capital ratios for banks, adopted a new Fiscal Compact and increased the financial backstop for euro-area members from €500 billion to €700 billion.[2] In addition, the European Central Bank (ECB) has provided approximately €1 trillion in liquidity to banks in the region through two longer-term refinancing

2 The combined lending capacity of the European Financial Stability Facility and the European Stability Mechanism (ESM) is €700 billion, of which €500 billion represents the permanent lending capacity of the ESM. The remaining €200 billion consists of existing commitments to Greece, Ireland and Portugal.

Chart 2: Funding conditions for European banks have improved since the last *Report*

Spreads between 3-month interbank borrowing rates and 3-month overnight index swaps, daily data

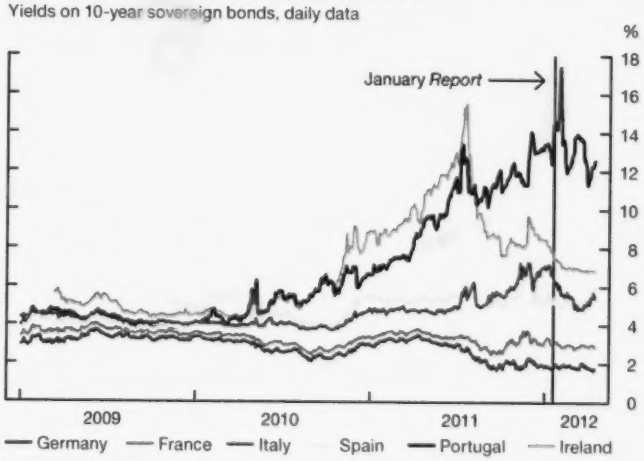


Source: Bloomberg

Last observation: 13 April 2012

Chart 3: With the exception of Spain, yields on euro-area government bonds have fallen since the January *Report*

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data



Note: Owing to data limitations, yields on 9-year sovereign bonds are used for Ireland.

Source: Bloomberg

Last observation: 13 April 2012

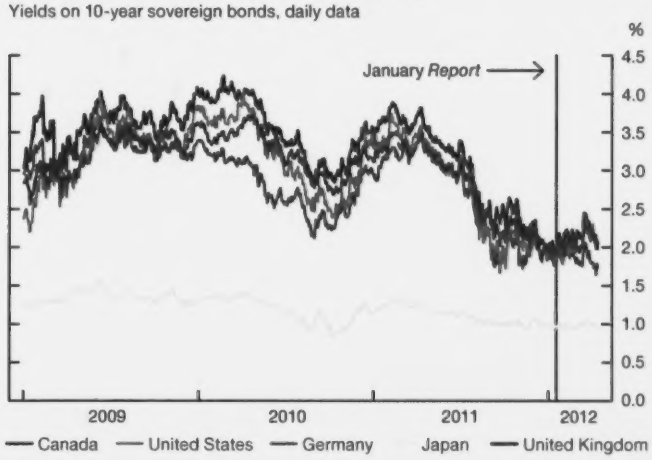
operations and loosened collateral requirements.[3] As a result, funding conditions for European financial institutions have improved (**Chart 2**). With the exception of Spain, yields on euro-area government bonds have fallen, with sovereign spreads over German bonds declining (**Chart 3**). Taken together, these developments suggest that the near-term risk of a severe bank liquidity crisis in the euro area has decreased.

Government bond yields in most major advanced economies have fluctuated noticeably since the release of the January *Report*. Following an initial rise in reaction to improved prospects for global economic growth, yields

3 The longer-term refinancing operations were conducted in December 2011 and February 2012. The net liquidity injection amounted to around €500 billion after taking into account the existing borrowing from the European Central Bank that was rolled out of short-term operations such as the main refinancing operations with a maturity of one week.

Chart 4: Government bond yields in most major advanced economies are relatively unchanged from the last *Report*

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data

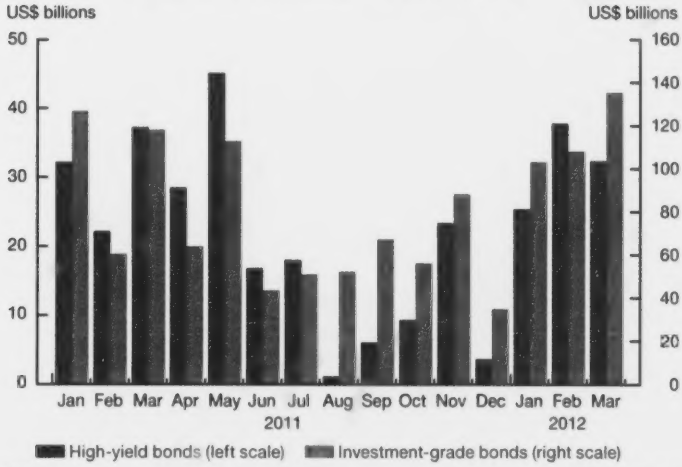


Source: Bloomberg

Last observation: 13 April 2012

Chart 5: Corporate bond issuance has recovered strongly since the beginning of the year

Global corporate issuance placed in U.S. dollars, monthly data



Source: Bloomberg

Last observation: March 2012

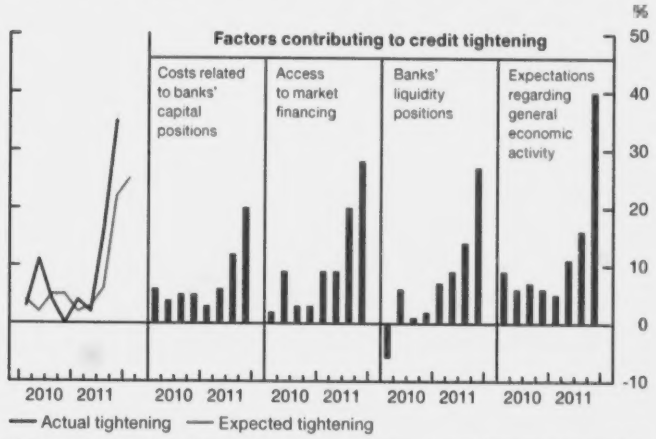
Corporate bond issuance has recovered strongly

have reversed most of their gains, owing to the deterioration in market sentiment in the past few weeks (**Chart 4**). In particular, German bond yields have fallen to record lows. Equity prices have fallen modestly in Europe since the last *Report*, reflecting renewed concerns over the debt situation, but have improved in most other economies. Global corporate bond spreads have narrowed, particularly for financial and high-yield issuers, and yields on U.S. investment-grade corporate bonds recently touched all-time lows. In this shifting environment, corporate bond issuance has recovered strongly since the beginning of the year, with both financial and non-financial firms taking advantage of better access to primary markets (**Chart 5**).

Despite the generally improved tone in financial markets since January, banks in the euro area have continued to tighten borrowing conditions for households and firms (**Chart 6**). Developments in Europe have also had

Chart 6: Banks in the euro area have continued to tighten borrowing conditions since the last *Report*

Net percentages of banks contributing to credit tightening for enterprises



Note: Data reflect responses to the euro-area Bank Lending Survey. "Actual tightening" refers to the tightening that has already occurred, while "expected tightening" refers to the additional tightening anticipated by banks.

Source: European Central Bank

Last observation: 2011Q4

an impact on bank lending conditions in the United States. Foreign banks operating in the United States have tightened approval standards on loans to U.S. corporations, while both U.S. and foreign banks tightened conditions on loans to banks headquartered in Europe and to non-financial firms with significant exposures to European economies.

While the ECB's expanded liquidity operations have not by themselves directly improved the underlying health of bank balance sheets, they have created space for the restructuring of these balance sheets to proceed at an orderly pace. Pressures on funding conditions from bank deleveraging in the euro area are thus expected to persist, but to be less intense than anticipated at the time of the January *Report*.

Euro Area

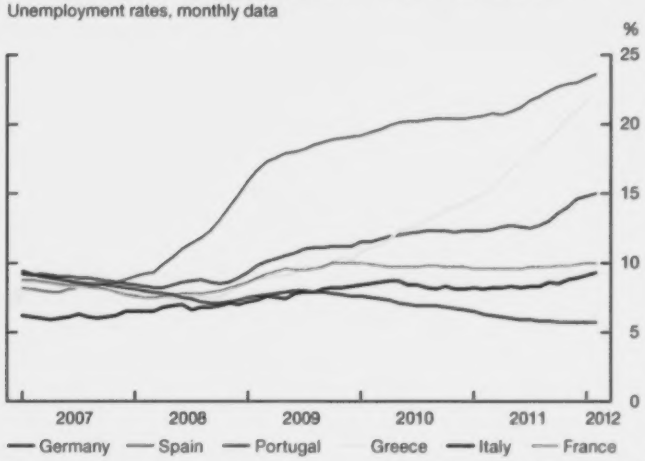
◂ The euro area entered a recession in the fourth quarter of 2011, which is projected to continue through the third quarter of 2012

The euro area entered a recession in the fourth quarter of 2011, with real GDP contracting by 1.2 per cent, as expected. However, recent economic conditions have improved slightly. Business and consumer confidence have recovered modestly, and purchasing managers' indexes suggest that the pace of output contraction is likely to ease somewhat in the first half of 2012.

The divergences in economic conditions between the core and peripheral euro-area economies are striking. The unemployment rate in Germany remains close to post-unification record lows, while unemployment rates in Spain, Portugal and Greece are at record highs (**Chart 7**). Indicators such as unit labour costs suggest that the peripheral economies have made limited progress in narrowing their competitiveness gap with the core economies. In light of continued economic weakness, some peripheral economies face considerable challenges in implementing the extensive fiscal adjustments and deep structural reforms required to restore competitiveness and ensure sustainable fiscal positions.

Chart 7: Striking divergences are apparent between the unemployment rates of core and peripheral economies in the euro area

Unemployment rates, monthly data



Source: Eurostat

Last observations: January and February 2012

The euro area is projected to be in recession through the third quarter of 2012 as fiscal consolidation, bank deleveraging, tight financial conditions and negative confidence effects lead to a significant drop in domestic demand. A modest recovery in economic activity is projected to begin in the second half of 2012, supported by a pickup in export growth in response to a gradual strengthening in external demand. Domestic demand is projected to grow modestly beginning in 2013, boosted by a gradual easing in financial conditions and an improvement in confidence. Relative to the January *Report*, the ongoing recession is expected to be somewhat shallower, owing to smaller-than-anticipated negative effects from both bank deleveraging and weak confidence levels. Growth prospects over the remainder of the projection horizon, however, are similar to expectations in January.

Increases in commodity prices and a rise in indirect taxes and administered prices from fiscal consolidation brought total inflation in the euro area to 2.6 per cent in March. Inflation pressures are expected to moderate over the projection horizon, however, in response to considerable excess capacity.

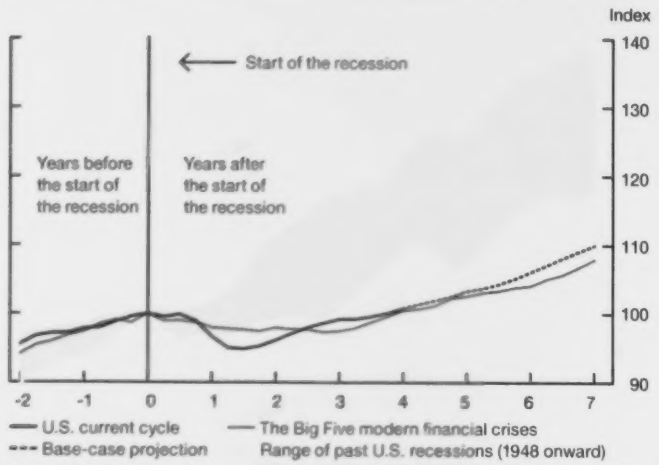
United States

U.S. consumer and business confidence have shown more resilience than expected ▸

U.S. real GDP grew by close to 2.5 per cent in the second half of 2011, from less than 1 per cent over the first half of the year, and recent economic developments have been largely positive. On average, monthly employment gains have strengthened since the fourth quarter of 2011, and consumer and business confidence have shown more resilience than expected. The assessment of the fundamentals for household spending is now stronger, owing to upward revisions to personal income over the second half of 2011, while the recent increase in equity prices has boosted household net worth. The spillover effects of the euro-area crisis on U.S. financial conditions and confidence are likely to be smaller than expected. As a result, the profile for U.S. economic growth is stronger over the projection horizon than was anticipated in the last *Report*, despite the negative effects of higher oil prices.

Chart 8: U.S. real GDP growth is projected to remain relatively modest compared with previous U.S. recoveries

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

U.S. real GDP is projected to grow at a relatively modest pace

Notwithstanding this stronger outlook, U.S. real GDP is projected to grow at a relatively modest pace through the first half of 2013, dampened by fiscal consolidation and continued household deleveraging (**Chart 8**). Economic activity is expected to strengthen more noticeably thereafter as the impact of these factors dissipates. On balance, growth in real GDP is projected to rise from 2.3 per cent in 2012, to 2.5 per cent in 2013 and 3.6 per cent in 2014.

Fiscal consolidation is expected to exert a significant drag on U.S. economic growth

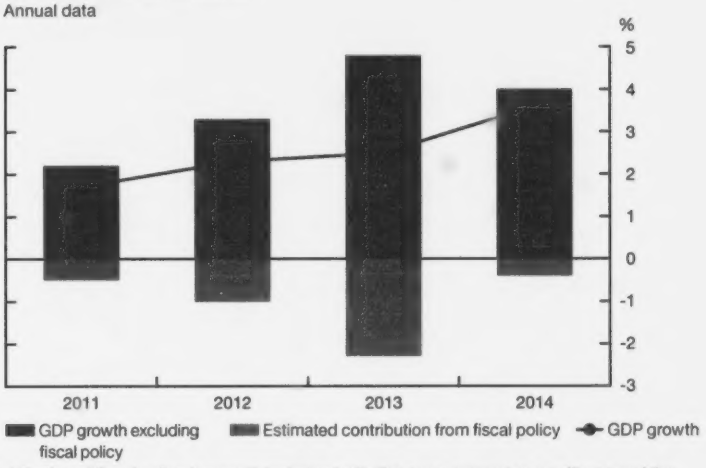
Monetary conditions are expected to remain very accommodative: the U.S. Federal Reserve recently extended, through to at least late 2014, its guidance regarding the period during which economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate.[4] In contrast, fiscal consolidation is expected to exert a significant drag on U.S. economic growth, amounting to roughly 1 percentage point in 2012, 2.5 percentage points in 2013 and one-half percentage point in 2014, similar to expectations at the time of the January *Report* (**Chart 9**). This projected fiscal drag includes the winding down of stimulus programs introduced during the recession, the expiration of payroll tax reductions at the end of 2012 and sequestration cuts starting in 2013. The projected increase in U.S. real GDP growth between 2013 and 2014 is highly contingent on the expected profile for fiscal policy.[5]

4 The U.S. Federal Reserve has also adopted an explicit inflation target of 2 per cent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures.

5 Policy-makers in the United States could decide to adopt policies that would reduce the projected size of the fiscal drag in 2013. This could be achieved by postponing some or most of the sequestration cuts that are currently expected to take place during that year. The stronger economic growth in 2013 that would result from these actions could be at the expense of growth in 2014, however (depending on the revised timing of the cuts).

Chart 9: Fiscal consolidation is expected to exert a significant drag on U.S. real GDP growth

Annual data

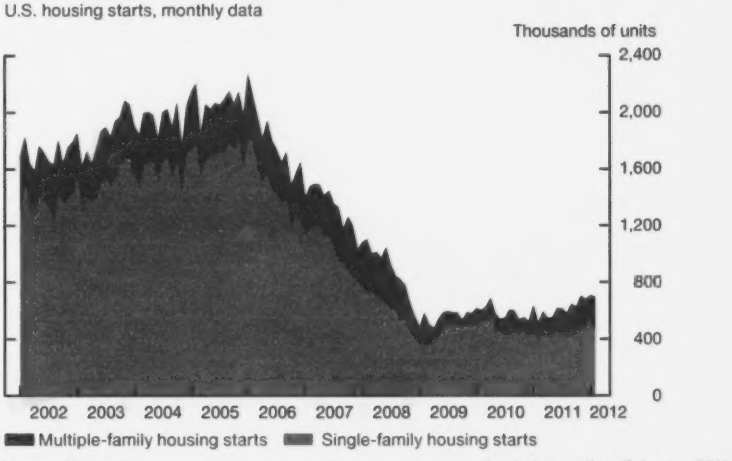


Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand. The estimated contribution over history has been reassessed in light of additional information on U.S. government spending.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

Chart 10: U.S. housing starts remain at a low level

U.S. housing starts, monthly data



Source: U.S. Census Bureau

Last observation: February 2012

The recovery in consumption spending is projected to remain quite modest by historical standards as households rebuild their balance sheets in an environment of persistently weak housing prices, fiscal consolidation, modest gains in employment and elevated oil prices.

Residential investment remains very weak

Residential investment remains very weak. Recent growth partly reflects an increase in the construction of apartment buildings, as high unemployment and tight mortgage credit conditions have led to a shift in demand away from home ownership toward renting (**Chart 10**). The inventory of vacant houses and the pending supply of foreclosures remain near recent record-high levels and are restricting the construction of new homes, as well as putting downward pressure on house prices. High vacancy rates and tight credit conditions have also been restraining the growth of non-residential construction. Both residential and non-residential construction are projected to remain

at low levels, although some gradual improvement is expected over the projection horizon, supported by the reduction in the overhang of unsold houses, a gradual easing in borrowing conditions and a stronger economy.

Exports and business investment in equipment and software are expected to provide important support to U.S. economic growth over the projection horizon. Notwithstanding the dampening effects from low rates of resource utilization, business investment is projected to grow at a healthy pace through 2014, supported by solid corporate balance sheets, strong earnings and the low cost of capital. Although the growth of exports is expected to slow somewhat in 2012, owing to the recent appreciation of the U.S. dollar and a deceleration in foreign demand, it should rebound over 2013–14 as global demand recovers.

◂ *Exports and business investment are expected to provide important support to U.S. economic growth*

Given the modest pace of U.S. economic growth, excess supply conditions are expected to recede only gradually over the projection horizon. As a result, underlying inflation pressures are projected to remain subdued.

Japan

In Japan, real GDP fell by 0.7 per cent in the fourth quarter of 2011 as supply-chain disruptions from the flooding in Thailand, as well as the high level of the yen and faltering external demand, caused a sharp decline in exports. With rapid restoration of these supply chains, indicators suggest that growth in Japan resumed at a modestly positive pace in the first quarter of 2012. Over the projection horizon, real GDP growth is projected to average around 1.7 per cent per year, supported by the continued rebuilding of infrastructure. Although exports are expected to grow only modestly in 2012, they are projected to gather momentum beginning in 2013, as global demand rebounds. With inflation well below the recently announced goal of 1 per cent, the Bank of Japan decided to increase the size of its Asset Purchase Program by ¥10 trillion, or about 2 per cent of GDP, through government bond purchases.

Emerging-Market Economies

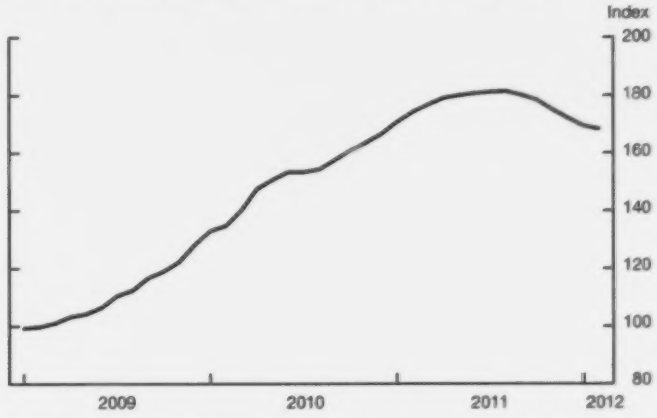
Real GDP growth in China in the first quarter moderated to 8.1 per cent on a year-over-year basis, as a result of lower external demand and the effects of previous tightening in monetary and macroprudential policies. Activity in the housing sector has slowed, causing house prices to retreat from the recent peak reached in August 2011 (**Chart 11**). Growth in exports has decelerated more abruptly, in response to weaker demand from Europe, which accounts for around one-fifth of Chinese exports (**Chart 12**). Consumer price inflation in China stood at 3.6 per cent in March 2012, well below its recent peak of 6.5 per cent in July 2011, owing in large part to rapidly moderating food price inflation. With inflation pressures easing, monetary policy is becoming more accommodative. Chinese authorities have reduced the reserve requirement ratio by 100 basis points since December, and further easing is expected.

Growth in China's real GDP is projected to average approximately 8 per cent per year through 2014, similar to expectations at the time of the January *Report*. A modest appreciation of China's real exchange rate and the government's announced plan to boost household spending are expected to support a gradual rotation of demand away from exports and investment and toward consumption. Nevertheless, global imbalances remain a concern and are projected to stay elevated over the projection horizon.

◂ *Growth in China's real GDP is projected to average approximately 8 per cent per year through 2014*

Chart 11: House prices in China have started to decline

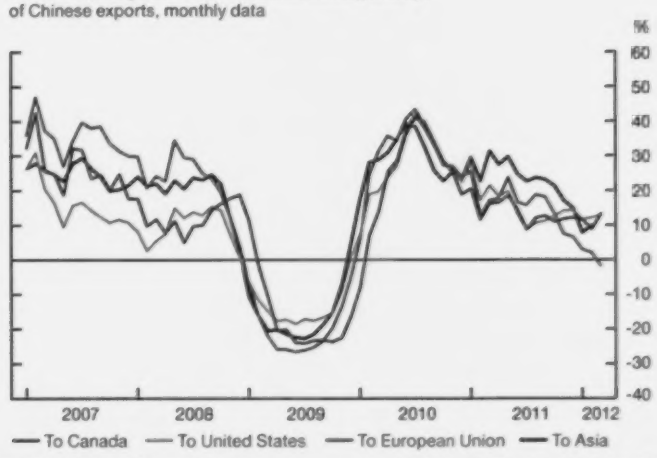
Existing apartment prices; index: December 2008 = 100, monthly data



Sources: SouFun Holdings Ltd. and Embassy of Canada in China — Last observation: February 2012

Chart 12: Growth in China's exports has decelerated

Year-over-year growth rate of 3-month moving average of Chinese exports, monthly data



Source: China, General Administration of Customs — Last observations: February and March 2012

Economic growth in other emerging markets is expected to gain momentum over 2013–14

Real GDP growth in other emerging-market economies is also projected to decelerate in 2012, driven primarily by slowing external demand, past policy tightening and pressures on financial conditions from international bank deleveraging in some countries. However, economic growth is expected to gain momentum over 2013–14, as the growth of exports to advanced economies recovers. Growth prospects for these economies have been revised upward relative to the January *Report*, owing to stronger foreign demand, somewhat easier financial conditions and higher commodity prices, which benefit many commodity producers in this group.

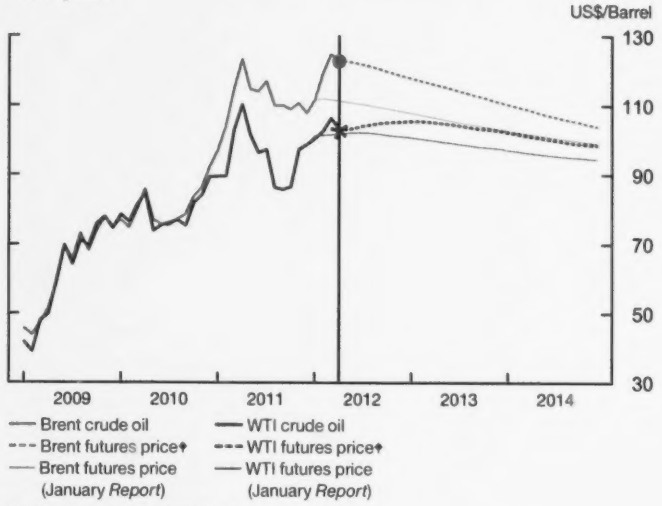
Commodity Prices

Global commodity prices have generally stayed at elevated levels

Global commodity prices have generally stayed at elevated levels, but have moved in somewhat different directions over the past few months. Heightened geopolitical tensions in the Middle East, together with supply disruptions in some jurisdictions and an improvement in the outlook for global economic

Chart 13: Oil prices are expected to stay at elevated levels

Monthly data



✱ Spot price for WTI crude oil (13 April 2012)
● Front-month futures for Brent crude oil (13 April 2012)
♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 April 2012
Note: Values for crude oil prices in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012. For Brent crude oil prices, front-month futures prices are used.
Source: Bank of Canada

activity, have combined to push Brent crude oil prices above the levels anticipated at the time of the January *Report*. Prices for West Texas Intermediate (WTI) crude oil, in contrast, are little changed compared with their levels at the time of the January *Report*, owing to abundant supply conditions in the U.S. Midwest. As a result, the spread between Brent and WTI crude oil prices has widened to approximately US$20 per barrel. Based on the latest futures curve, prices for both Brent and WTI are projected to remain firm in the near term, declining thereafter in response to the normalization of global supply conditions (**Chart 13**). Oil prices are projected to be higher than expected at the time of the last *Report*, consistent with a more optimistic assessment of demand prospects.

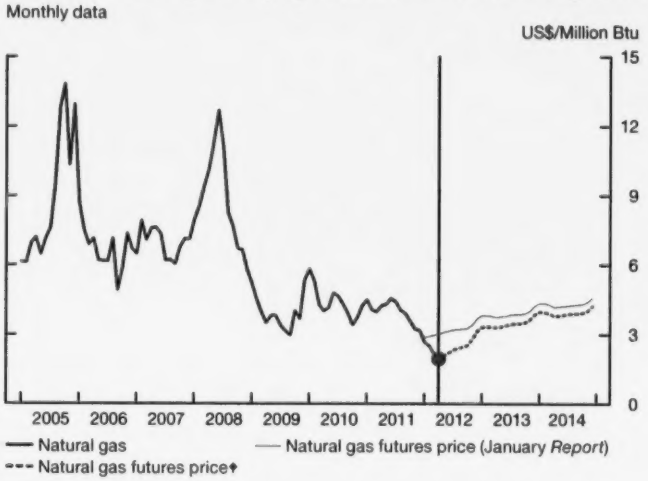
◂ *Oil prices are projected to be higher than expected at the time of the last* Report

North American prices for natural gas have fallen, as cuts in production have failed to offset the impact of unseasonably warm weather. The latest futures curve suggests that natural gas prices will rise through 2014 as natural gas gains market share as an input for the generation of electricity, but prices are nevertheless projected to remain at relatively low levels, below the profile anticipated in the January *Report* (**Chart 14**).

Prices of non-energy commodities have increased over the past few months, supported by improved global demand, as well as supply concerns in agricultural markets. While prices for agricultural products are expected to decline over the projection horizon as supply conditions improve, prices for forestry products are projected to rise gradually, in line with a modest recovery in the U.S. housing sector. Metals prices are expected to remain at current levels until the end of 2013, before rising in 2014 owing to stronger global economic growth.

Chart 14: Prices for natural gas are projected to remain at relatively low levels

Monthly data



● Spot price for natural gas (13 April 2012)
♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 April 2012
Note: Values for natural gas prices in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012.
Source: Bank of Canada

Implications for the Canadian Economy

External demand for Canada's exports remains weak ▸

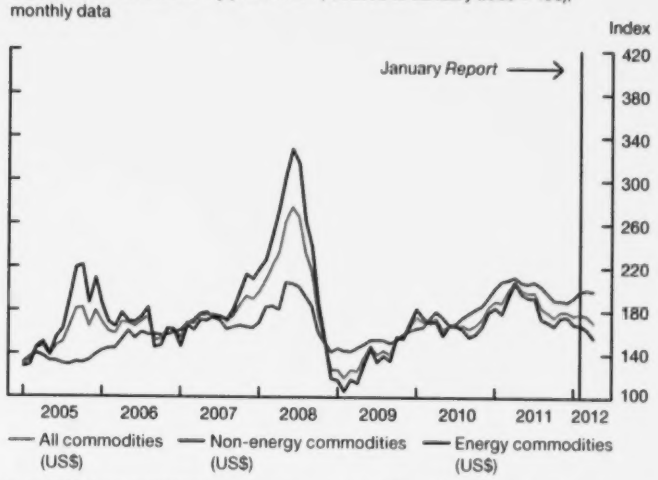
External demand for Canada's exports remains weak. The foreign activity measure has recovered only half of the decline experienced during the last recession, owing largely to protracted weakness in the U.S. housing sector. This measure is expected to steadily expand over the projection horizon, as the composition of external demand becomes more favourable to Canadian exports, surpassing its pre-recession level in the second half of 2013. The projected profile of the activity measure is somewhat stronger than was anticipated in the January *Report*, in line with the upward revision to the U.S. economic outlook.

Higher global commodity prices typically have positive wealth and income effects on the Canadian economy through improved terms of trade. However, the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) has declined since January (**Chart 15**), owing largely to the relatively high weight of natural gas prices in the index.[6] Moreover, although global oil prices have risen sharply since January, the prices received by Canadian producers of crude oil have declined (**Box 1**). As a result, Canada's terms of trade have deteriorated. Going forward, the BCPI and the terms of trade are projected to rise through 2014, reflecting some recovery in natural gas prices, continued increases in non-energy commodity prices, and an expected narrowing in the spread between Canadian export and import prices for crude oil.

6 Large movements in the relative prices of commodities may, on occasion, cause some deviation between the BCPI and commodity prices received by Canadian producers, since the weights in the BCPI are updated with a four-year lag, as new production data from the input-output tables produced by Statistics Canada become available. For example, the sharp increase in oil prices in recent years relative to natural gas prices and the associated shift in the value of Canadian production have likely led the BCPI to understate the overall level of commodity prices in Canada. The recent unprecedented divergence between Canadian and global prices for crude oil, as detailed in Box 1, has likely worked in the other direction, since the BCPI uses WTI prices as a proxy for Canadian oil prices. In preparing its projection for the Canadian economy, the Bank uses the full spectrum of movements in the commodity prices that are relevant for Canada, including those not fully captured by the evolution of the BCPI. The Bank will continue to evaluate methods to improve the BCPI as a measure of commodity prices in Canada.

Chart 15: Commodity prices have decreased since the last *Report*

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



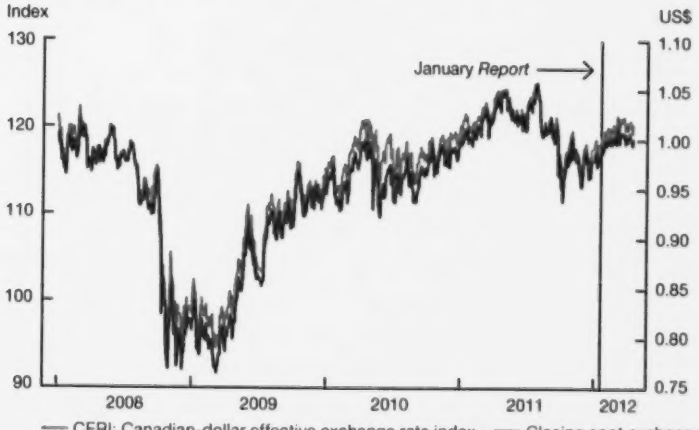
Note: Values in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012.
Source: Bank of Canada
Last observation: April 2012

Canadian Dollar

The Canadian dollar has averaged close to 101 cents U.S. since the March fixed announcement date and is assumed to remain at this level over the projection horizon (**Chart 16**), compared with the 98 cents U.S. assumed in the January *Report*.

Chart 16: The value of the Canadian dollar has increased slightly since the last *Report*

Daily data



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.
Source: Bank of Canada
Last observation: 13 April 2012

Box 1

Rising Oil Prices and Their Impact on the Canadian Economy

Global oil prices, as measured by the Brent benchmark, have increased by roughly 15 per cent since reaching a recent trough in October 2011. This rise, due predominantly to supply cuts and rising political tensions in the Middle East, has consequences for both global economic activity and the Canadian economy.

Not all oil prices have risen equally. North American crude oil benchmarks such as West Texas Intermediate (WTI) remain well below their global counterparts, owing to excess supply at Cushing, Oklahoma, the delivery point for WTI (**Chart 1-A**). In addition, the prices of Canadian crudes such as Western Canada Select (WCS) have decreased in 2012, largely because of a combination of strong supply growth and temporary refinery and pipeline outages in Canada and the U.S. Midwest, coupled with overall inadequate pipeline capacity to move crude to other areas. These oil price movements have resulted in an unprecedented spread between Brent and WCS (**Chart 1-B**).

The implications for the global economy of the recent rise in oil prices are modestly negative. Higher oil prices, driven primarily by supply disruptions and an elevated risk premium, contribute to inflationary pressures and dampen global economic activity. In the United States, a net oil importer that faces a mix of WTI and global oil prices, economic growth is expected to be restrained as higher oil prices lead to a reduction in real disposable income, a deterioration in the terms of trade and a rise in the cost of oil inputs.

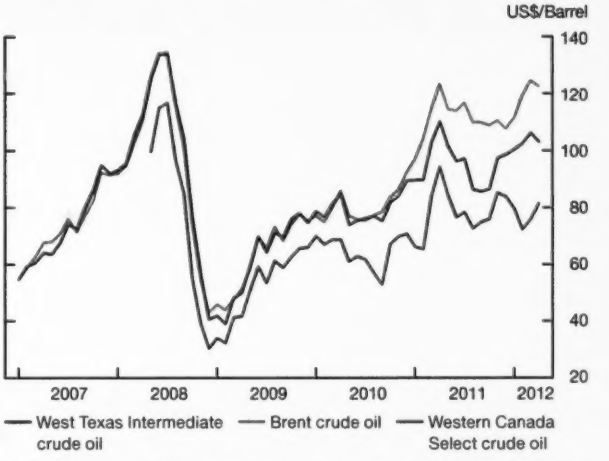
Increases in oil prices are usually beneficial for a net exporter such as Canada. In particular, when rising oil prices are caused by an increase in world aggregate demand, the gain in Canada's real income associated with the improvement in the terms of trade, along with the greater demand for Canadian non-commodity exports, will more than offset increases in costs for businesses and households.[1]

However, in the case of oil price increases resulting from supply factors, the positive effects on Canadian real income will be reduced, as lower activity in Canada's main trading partners will depress demand for Canada's non-commodity exports. The positive effects could be further reduced, or even reversed, if the price of our oil imports rises more than the price of our oil exports.

This is why the recent evolution of oil prices since January has been unfavourable for Canada. This evolution has been driven by supply factors and the fact that the price of oil that Canada imports (more closely tied to Brent) has increased, while the price of oil that Canada exports (more closely tied to WTI and WCS) has declined. The increase in the price of our oil imports raises production

Chart 1-A: North American crude oil prices remain well below their global counterparts

Monthly data

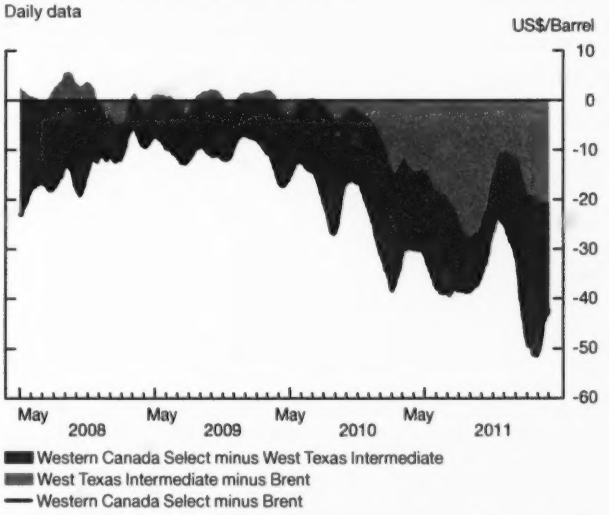


Note: Values in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012. For Brent crude oil prices, front-month futures prices are used.

Sources: Bank of Canada and Bloomberg Last observation: April 2012

Chart 1-B: The gap between Canadian and global crude oil prices has widened to record levels

Daily data



Note: Values in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012. For Brent crude oil prices, front-month futures prices are used.

Sources: Bank of Canada and Bloomberg Last observation: April 201

1 For a detailed description of the channels through which commodity prices affect economic growth in Canada, see Technical Box 2 in the April 2011 *Monetary Policy Report*.

(continued...)

Box 1 (*continued*)

costs for Canadian firms and also puts upward pressure on gasoline prices, since about half of the gasoline purchased in Canada is produced using refined petroleum priced off Brent.[2] By itself, this deterioration in the oil-related terms of trade reduces Canada's real gross domestic income, since Canada's real income available to purchase foreign goods and services decreases. This reduction in real income may, in turn, dampen spending on domestically produced goods and services.

Increased capacity utilization at refineries that experienced temporary outages, combined with the planned reversal of the direction of flow in the Seaway Crude Pipeline System, should lead to a greater convergence between the prices of Canadian crudes and that of WTI crude in the coming months, thus helping to improve Canada's terms of trade.[3] The price differential between WTI and Brent is expected to persist for some time, however, until new pipeline capacity is put in place in the United States or Canada to reduce the excess supply situation at Cushing, Oklahoma.

2 For a detailed description of the relationship between crude oil and gasoline prices in Canada, see Technical Box 3 in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

3 The reversal of the Seaway pipeline, which currently carries oil from the U.S. Gulf Coast to Cushing, Oklahoma, is expected to become operational in June, and to reach its full capacity in the first quarter of 2013.

Canadian Economy

The Bank expects the Canadian economy to grow at a moderate pace over the projection horizon, with total and core CPI inflation remaining close to the 2 per cent target. The Bank continues to anticipate that the economic expansion will be driven by growth in private domestic demand over the projection horizon. Net exports are expected to contribute only marginally to overall growth, reflecting the modest recovery in foreign activity and Canada's ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

◂ *The Bank expects the Canadian economy to grow at a moderate pace*

Economic momentum in Canada is slightly firmer than the Bank had expected in the January *Report*. The external headwinds facing the Canadian economy have abated somewhat, with the U.S. economic recovery showing more resilience than previously anticipated and financial conditions more supportive than expected. Furthermore, with confidence having rebounded more quickly than envisaged in January, the Bank expects that global uncertainty will have less of a dampening effect on the spending of Canadian households and businesses in coming quarters.

◂ *The external headwinds facing the Canadian economy have abated somewhat*

Financial Conditions

The aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative (**Chart 17**), providing important ongoing support to the economic expansion.

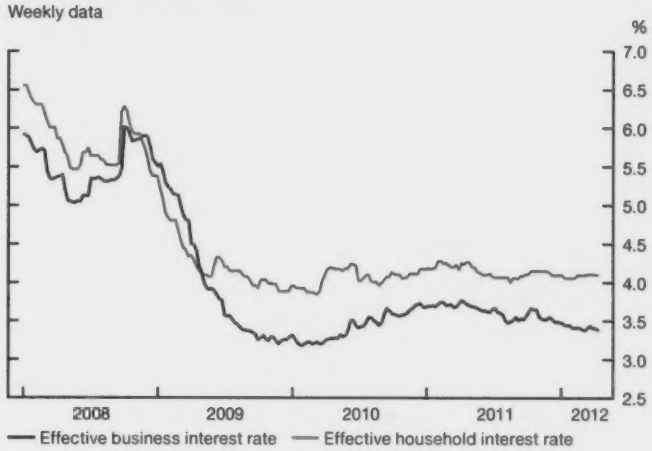
Credit conditions for Canadian firms began to ease again in the first quarter, as reported in both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2012Q1) and the *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Spring 2012), in the context of improved global financial conditions (**Chart 18**).

Financial markets in Canada have maintained a positive tone in recent months in the face of fluctuations in Europe. Yields on Canadian government bonds are just above the low levels seen at the time of the January *Report*, having moved generally in line with major foreign markets. Corporate yields have also remained at very low levels, and the volume of bond issuance has increased (**Chart 19**). These favourable developments are partly due to sustained international demand for the debt of Canadian governments, banks and corporations, a sign that their credit quality is perceived to be high by global standards. While the S&P/TSX Composite Index has declined slightly since the January *Report*, the prices of Canadian bank equities, which had performed better than those of other advanced economies during a period of heightened uncertainty last year, have risen further.

◂ *Financial markets in Canada have maintained a positive tone*

Chart 17: Borrowing costs for businesses and households remain at exceptionally low levels

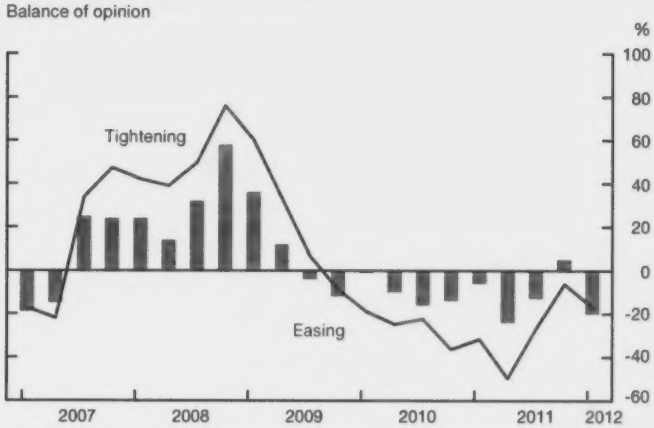
Weekly data



Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
Source: Bank of Canada calculations Last observation: 13 April 2012

Chart 18: Survey results suggest that credit conditions for Canadian firms began to ease again in 2012Q1

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

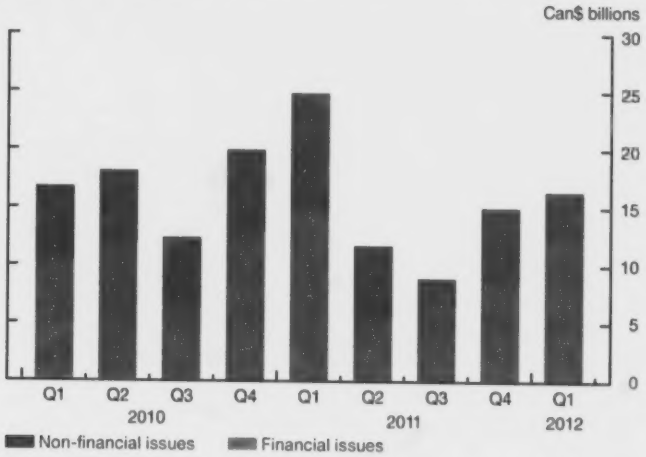
Source: Bank of Canada Last observation: 2012Q1

The growth of business credit has picked up somewhat ▸

In this context, Canadian banks continue to be well positioned to lend, with ready access to relatively low-cost funding across the term structure in both Canadian and foreign currencies. The growth of business credit has picked up somewhat in recent months, consistent with some easing in credit conditions and a pickup in the growth of business investment. However, given their strong aggregate financial position, non-financial corporations continue to have a limited need for external financing.

Chart 19: Canadian bond issuance has picked up

Corporate debt issuance by domestic firms, in Canadian dollars



Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q1

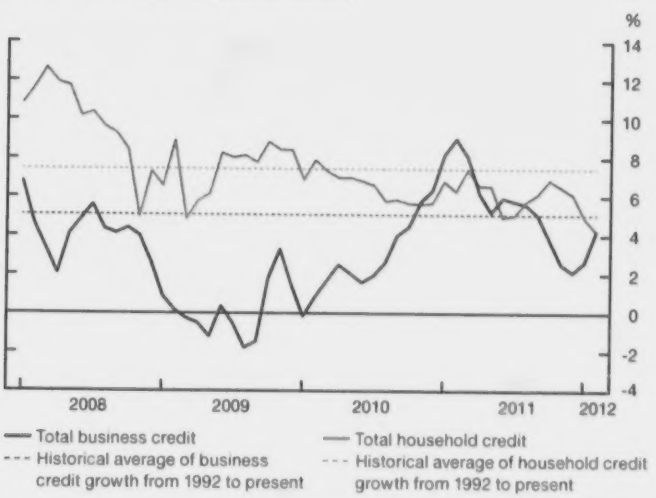
Household credit also remains readily available at near-record low rates, owing in large part to exceptionally low long-term fixed mortgage rates. The pace of household credit growth has moderated in recent months (**Chart 20**), however, following a long period of comparatively rapid growth that has pushed household indebtedness to record levels relative to disposable income.

◀ *Household credit also remains readily available at near-record low rates*

As confidence in Canada has improved in recent months, growth in the narrow monetary aggregates has moderated, consistent with a reduced preference for liquidity. Growth in the broad monetary aggregates has also eased modestly of late, while remaining consistent with expectations of relatively subdued inflation pressures.

Chart 20: The growth of business credit has picked up, while household credit growth has moderated

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: February 2012

Estimated Pressures on Capacity

The slack in the Canadian economy is now estimated to be less than previously expected

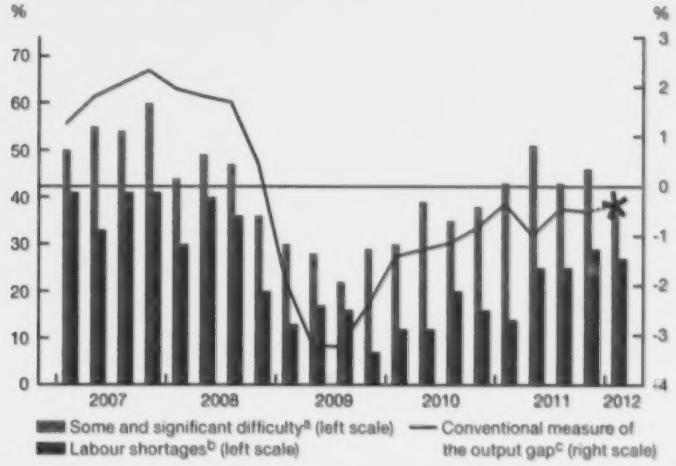
The slack in the Canadian economy is now estimated to be less than previously expected, since the level of real GDP in the first quarter of 2012 is estimated to be 0.3 per cent higher than the Bank had forecast in the January *Report*. This reflects the combination of an upward revision to reported GDP growth in the third quarter of 2011, an upwardly revised estimate of 2.5 per cent growth for the first quarter of 2012, and fourth-quarter growth of 1.8 per cent, which was broadly in line with expectations in the January *Report*. On balance, these results reflect greater momentum in household consumption and business investment in Canada, as well as stronger-than-anticipated foreign activity. The Bank's conventional measure of the output gap, at -0.4 per cent in the first quarter of 2012, also points to less slack in the economy than previously expected (**Chart 21**). This is consistent with responses to the Bank's *Business Outlook Survey* in recent quarters, which have shown that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand has remained close to its historical average.

Developments in labour market indicators have been consistent with the persistence of a slightly greater degree of excess supply. Despite notable improvements in March, both employment and the unemployment rate are little changed, overall, from their levels six months ago (**Chart 22**). Similarly, the proportion of involuntary part-time workers has only partially recovered from its sharp rise during the recession, pointing to the persistence of unused capacity in the labour market. The proportion of firms reporting labour shortages in the Bank's spring *Business Outlook Survey* also remained below its historical average.

The Bank judges that the economy was operating at roughly half a per cent below its production capacity in the first quarter of 2012

On balance, the Bank judges that the economy was operating at roughly half a per cent below its production capacity in the first quarter of 2012, a smaller degree of slack than had been anticipated in the January *Report*.

Chart 21: Excess supply remains in the Canadian economy



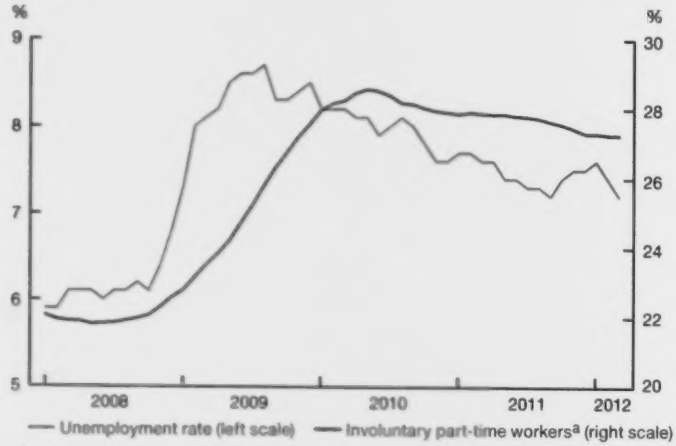
a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the first quarter of 2012 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q1

Chart 22: Indicators suggest that some slack remains in the labour market

Monthly data

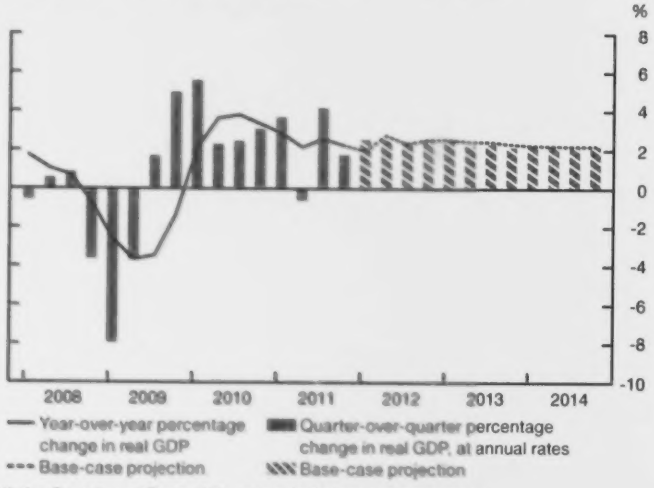


a. Expressed as a percentage of total part-time employment, unadjusted, 12-month moving average
Source: Statistics Canada
Last observation: March 2012

The Real Economy

The Bank expects a moderate pace of expansion to continue over the projection horizon (**Chart 23**). On an average annual basis, real GDP is forecast to grow by 2.4 per cent in both 2012 and 2013, before moderating to 2.2 per cent, the rate of the economy's production potential, in 2014 (**Table 2**). Private domestic demand, supported by accommodative domestic financial conditions, is expected to account for almost all of Canada's economic growth over the projection horizon (**Chart 24**).

Chart 23: Real GDP is expected to grow at a moderate pace



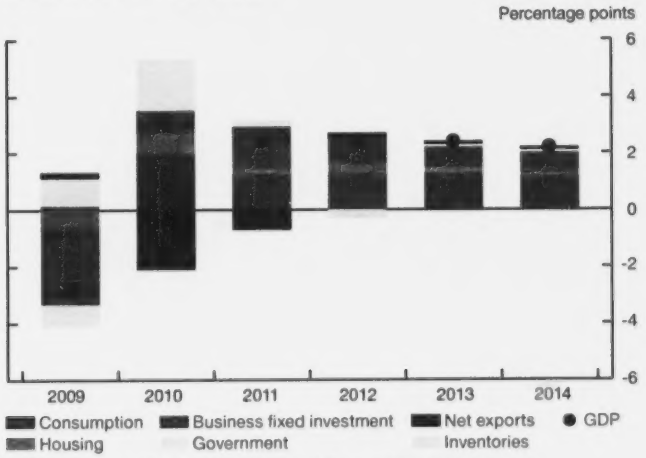
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Table 2: Contributions to average annual real GDP growth
Percentage points[a]

	2011	2012	2013	2014
Consumption	1.3 (1.1)	1.3 (1.1)	1.3 (1.4)	1.2
Housing	0.2 (0.2)	0.3 (0.3)	0.2 (0.2)	0.1
Government	0.2 (0.3)	0.0 (-0.1)	0.1 (0.2)	0.1
Business fixed investment	1.5 (1.3)	0.9 (0.6)	0.7 (1.0)	0.7
Subtotal: Final domestic demand	3.1 (2.9)	2.5 (1.9)	2.3 (2.8)	2.1
Exports	1.3 (1.3)	1.7 (1.1)	1.1 (1.0)	1.3
Imports	-2.1 (-2.0)	-1.5 (-0.8)	-1.0 (-1.0)	-1.2
Subtotal: Net exports	-0.7 (-0.7)	0.2 (0.3)	0.1 (0.0)	0.1
Inventories	0.1 (0.2)	-0.3 (-0.2)	0.0 (0.0)	0.0
GDP	2.5 (2.4)	2.4 (2.0)	2.4 (2.8)	2.2
Memo items:				
Potential output	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2
Real gross domestic income (GDI)	3.7 (3.4)	2.2 (1.9)	2.5 (3.0)	2.4

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2012 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

Chart 24: Private domestic demand is projected to account for almost all of the economic growth in Canada
Contributions to real GDP growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

This outlook for the Canadian economy is slightly firmer than in the January Report, *with greater momentum through 2012*

This outlook for the Canadian economy is slightly firmer than in the January *Report*, with greater momentum through 2012 than had been anticipated, although the projected pace of growth in 2013 is now somewhat more modest than previously envisaged (**Table 3**). The stronger quarterly profile over most of 2012 partly reflects more positive sentiment than previously assumed, in line with the stronger U.S. and global economic outlook.[7] The profile for growth in consumption and investment is more front-loaded than previously expected, in part reflecting a more rapid improvement in confidence (**Chart 25**). The rise in global oil prices since the January *Report* is

7 Growth in the first half of 2012 is also being boosted by temporary factors related to the rebuilding of motor vehicle inventories, following the large drawdown that took place in the latter part of 2011 as a result of the flooding in Thailand, as well as a return to more normal production in the oil sector following disruptions at the end of 2011.

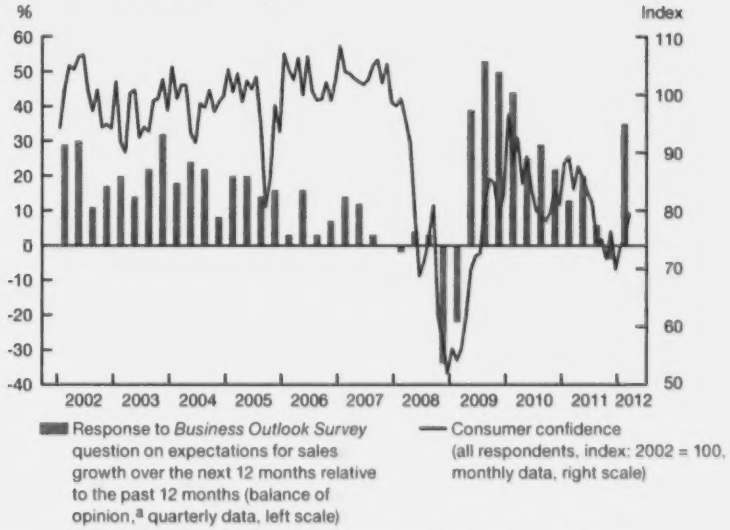
Table 3: Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	1.8 (2.0)	2.5 (1.8)	2.5 (1.8)	2.4 (2.1)	2.5 (2.6)	2.5 (3.1)	2.2 (3.1)	2.3 (3.0)	2.2 (2.8)	2.2	2.2	2.2	2.2
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.2 (2.1)	2.0 (1.7)	2.7 (2.3)	2.3 (1.9)	2.5 (2.1)	2.5 (2.4)	2.4 (2.7)	2.4 (2.9)	2.3 (3.0)	2.2	2.2	2.2	2.2
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.2)	2.1 (2.1)	1.9 (2.0)	1.8 (1.9)	1.8 (1.7)	1.8 (1.9)	2.1 (1.9)	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.8)	2.4 (2.2)	2.0 (1.5)	2.2 (1.7)	2.2 (1.7)	2.1 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.7)	2.3 (2.1)	1.9 (1.4)	2.1 (1.6)	2.1 (1.6)	2.1 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI[b] (level)	94 (94)	103 (101)	103 (102)	104 (102)	105 (101)	105 (100)	105 (99)	104 (98)	103 (98)	102	101	99	99
Brent[b] (level)	109 (109)	118 (112)	122 (111)	121 (110)	119 (109)	117 (107)	115 (106)	113 (105)	112 (103)	110	108	106	104

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2012 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 April 2012

Chart 25: Consumer confidence and business sentiment have rebounded from their recent troughs



a. Percentage of firms expecting faster growth minus percentage expecting slower growth

Sources: Conference Board of Canada and Bank of Canada Last observations: 2012Q1 and March 2012

not, however, expected to provide a further boost to domestic demand through higher real incomes, since the prices received by Canadian producers have gone down, while those paid by Canadian consumers have gone up (**Box 1**). Nonetheless, the recent greater momentum in private domestic demand is forecast to result in a higher profile for imports than in January, offsetting the more positive contribution to economic growth of stronger foreign activity and stronger Canadian exports in this projection.

Growth in household expenditures (the combination of consumer spending and residential investment) has picked up in recent quarters, and is expected to continue at a moderate pace through 2014. The Bank continues

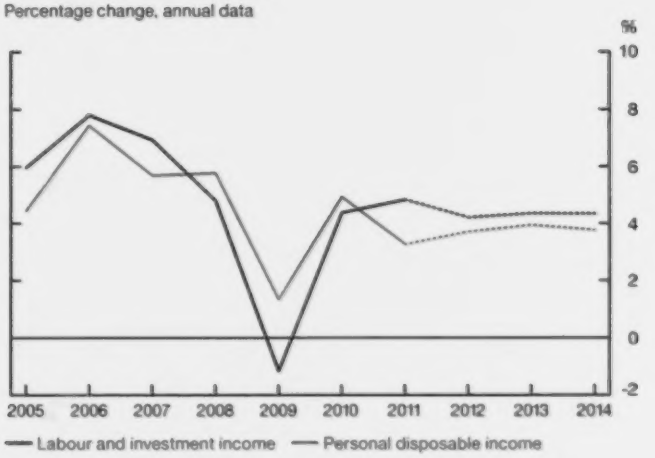
◂ *Growth in household expenditures has picked up in recent quarters*

The ratio of household debt to income is projected to rise further

to expect consumption to grow at a rate that is slightly below the projected moderate growth in personal disposable income (**Chart 26**), resulting in a slight rise in the savings rate (**Box 2**). Growth in residential investment, which is currently supported by very favourable mortgage-financing conditions (**Chart 27**), is forecast to slow over the projection horizon. Nonetheless, the ratio of household expenditures to GDP is expected to remain relatively high over the projection horizon (**Chart 28**). In that context, the ratio of household debt to income is projected to rise further.

Chart 26: Moderate growth in personal disposable income is expected over the projection horizon

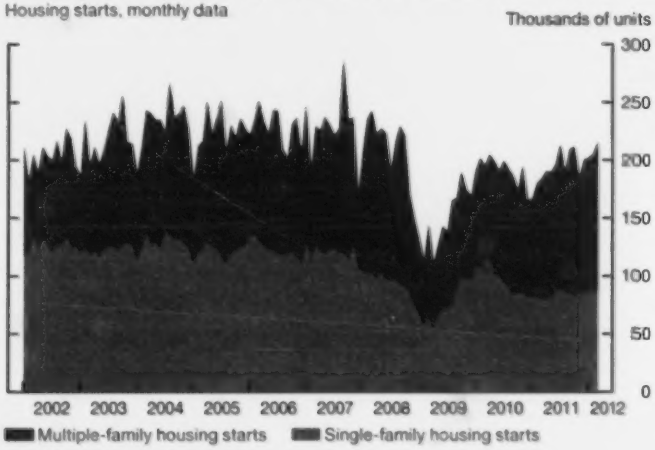
Percentage change, annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 27: Multiples are contributing importantly to housing activity

Housing starts, monthly data



Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation and Bank of Canada calculations

Last observation: March 2012

Box 2

The Savings Rate, Housing Wealth and Debt

The personal savings rate in Canada was 3.4 per cent in the fourth quarter of 2011, close to its average level of the past 10 years. This is, however, a much lower rate than had been observed previously in Canada. Since 1961, the savings rate has averaged roughly 9 per cent; excluding the period of high and variable inflation from the mid-1970s through the 1980s, the savings rate has averaged roughly 6.5 per cent (**Chart 2-A**).[1]

The historically low savings rates seen over the past decade have coincided with considerable financial innovation, large and persistent increases in house prices, and elevated levels of residential investment. Since 2001, the value of residential real estate in Canada has doubled to about $3 trillion.

It is not surprising that households would seek to consume some fraction of their increase in housing wealth, either by extracting higher housing equity to spend or by consuming more out of current income because they feel wealthier; either of these would result in a lower measured personal savings rate. Empirical estimates of the total marginal propensity to consume out of housing wealth in Canada range from 6 per cent to 16 per cent over the long run, assuming that the increases in wealth are viewed as permanent.[2] This housing wealth effect on consumption may have increased over time, as financial innovations have made it easier to borrow against increased home equity.[3]

Research at the Bank confirms that the extraction of housing equity through borrowing has increased substantially over the past decade, accounting for a large share of the increase in household debt and contributing importantly to consumption.[4] The amount of home equity extracted through home-equity lines of credit (HELOCs) and net mortgage refinancing grew from $8 billion in 2001 to $64 billion in 2010 (**Chart 2-B**). Surveys suggest that approximately half of this equity extraction is used either for current consumption or to pay off other debt, much of which will be higher-rate debt, itself used to finance past consumption. Overall, it is estimated that home-equity extraction has funded roughly 3 per cent of aggregate consumer spending in Canada in recent years, up from less than 1 per cent in 2001. A simulated alternative personal savings rate, calculated by excluding consumption funded

(*continued...*)

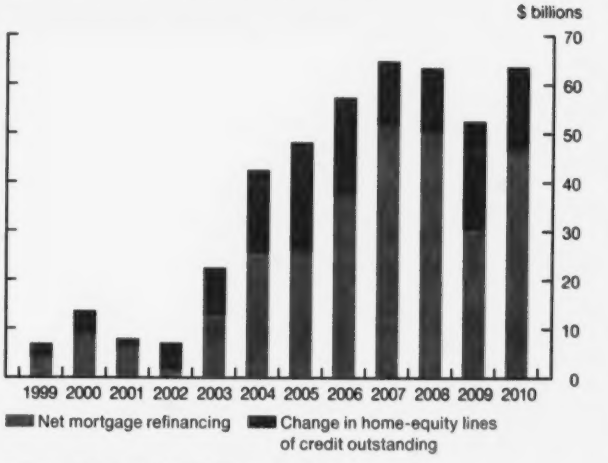
Chart 2-A: The personal savings rate remains low

Quarterly data

Source: Statistics Canada — Last observation: 2011Q4

Chart 2-B: Home-equity extraction has increased significantly over the past decade

Components of home-equity extraction, annual data



Source: J. Bailliu, K. Kartashova and C. Meh, "Household Borrowing and Spending in Canada," *Bank of Canada Review* (Winter 2011–2012): 16–29. — Last observation: 2010

1 The high-inflation environment in the 1970s and 1980s importantly accounted for the elevated personal savings rates observed in that period. Nonetheless, the savings rates observed over the past decade have, on balance, been lower than in the 1960s, when inflation was similarly low and stable.

2 See P. Catte, N. Girouard, R. Price and C. André, "The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience," OECD Economic Studies No. 38, 2004, and C. Bertaut, "Equity Prices, Household Wealth and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries," Federal Reserve Board International Discussion Papers No. 724, 2002.

3 In principle, equity can be extracted in two ways, either through borrowing or through the sale of an asset.

4 See J. Bailliu, K. Kartashova and C. Meh, "Household Borrowing and Spending in Canada," *Bank of Canada Review* (Winter 2011–2012): 16–29.

Box 2 (*continued*)

directly through HELOCs and net mortgage refinancing, has averaged close to 5 per cent over the past decade, nearer to the level observed through the second half of the 1990s (**Chart 2-C**).[5,6]

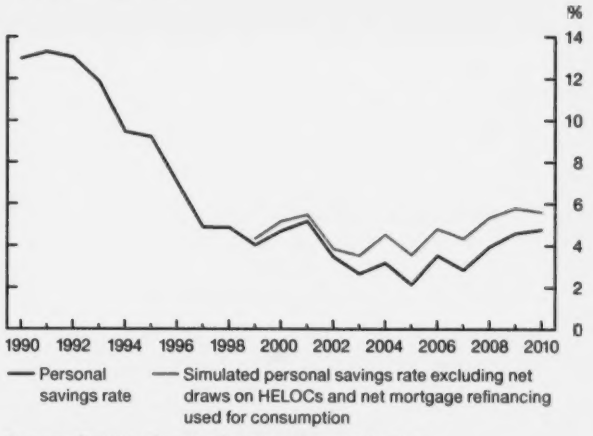
Home equity extracted through additional borrowing cannot fund higher consumption indefinitely. Once the proportion of homeowners that access higher housing wealth through HELOCs reaches its peak, the personal savings rate can be expected to rise. This implies a lower level of consumption relative to income. With less equity in their homes, households would also be more exposed to a decline in house prices, which could further dampen consumption.

5 See A. Greenspan and J. Kennedy, "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes," Finance and Economics Discussion Series 2007-20, 2007, for a similar analysis of the potential effects of home-equity extraction on the savings rate in the United States.

6 This analysis abstracts from potential endogenous responses of households and financial institutions.

Chart 2-C: The savings rate has been considerably lower as consumption funded by home-equity extraction has grown

Savings rate, annual data

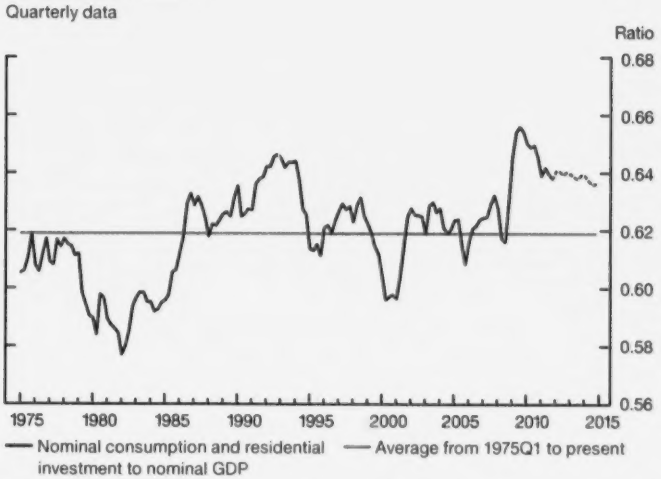


Sources: Statistics Canada, *Canadian Financial Monitor* and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010

Chart 28: The share of household expenditures in GDP is expected to remain elevated

Quarterly data



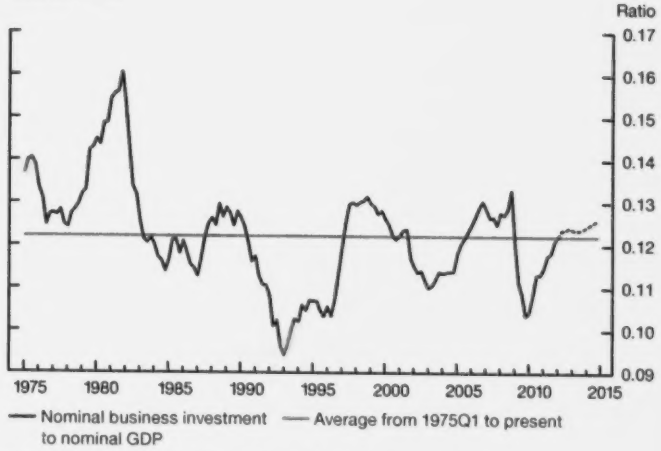
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The Bank continues to expect robust growth in business fixed investment

The Bank continues to expect robust growth in business fixed investment over the projection horizon, reflecting the strong financial positions of Canadian firms, favourable credit conditions, high commodity prices and the strong Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. This robust outlook for growth in investment broadly maintains the share of investment in GDP around its historical average (**Chart 29**). The projected profile for business fixed investment has been revised up from the January *Report*, particularly for 2012, reflecting a stronger and less uncertain global economic

Chart 29: Investment as a share of GDP is expected to remain near historical averages

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

outlook. This forecast is consistent with Statistics Canada's survey on private and public investment intentions, which points to strong growth in 2012 led by the oil and gas sector, and with the Bank's spring *Business Outlook Survey*, which indicates that investment intentions over the next 12 months remain strongly positive.

The contribution of government spending to real GDP growth is expected to be quite modest

The contribution of government spending to real GDP growth is expected to be quite modest over the projection horizon, in line with the fiscal plans of federal and provincial governments to consolidate spending, as outlined in recent budget statements. In this regard, significant downward revisions to National Accounts estimates of government spending in recent quarters suggest that the unwinding of the temporary fiscal stimulus measures implemented during the recession was largely completed by the end of 2011. In light of these developments, the Bank assumes a somewhat lower overall profile for government expenditures over the projection horizon than in the January *Report*.

Canada's exports are not forecast to regain their pre-recession peak until the end of 2013

The recovery in net exports is expected to remain weak. With low levels of U.S. demand for autos and housing, coupled with ongoing competitiveness challenges, Canada's exports are not forecast to regain their pre-recession peak until the end of 2013 (**Chart 30**). In contrast, the level of imports has already regained its pre-recession peak. Partly as a result, Canada's current account balance has declined from a pre-recession surplus to a deficit of approximately 2 per cent of GDP, which is projected to persist over the forecast horizon (**Chart 31**).

With a somewhat stronger external environment and slightly more momentum in domestic demand, both exports and imports are expected to rise at a somewhat faster pace than anticipated in the January *Report*, although the Bank continues to expect that net exports will contribute little to Canada's GDP growth over the projection horizon.

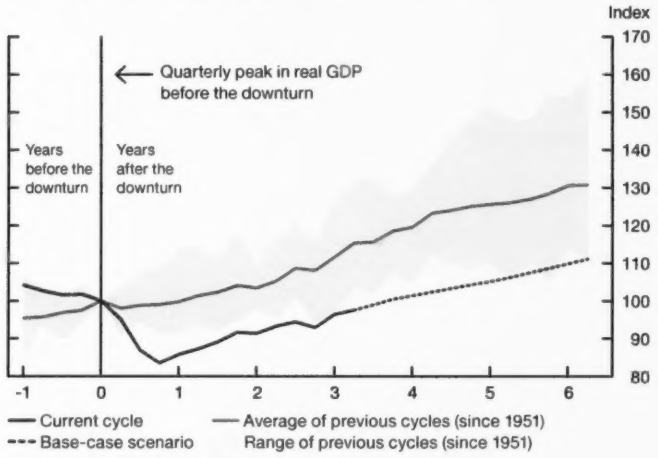
The economy is anticipated to gradually return to full capacity by the first half of 2013

Overall, real GDP in Canada is projected to grow at a slightly faster pace than the estimated growth rate of potential output in coming quarters. As a result, the economy is anticipated to gradually return to full capacity by the

first half of 2013, earlier than expected in the January *Report*. In this context, the Canadian economy is forecast to operate with somewhat less slack throughout the projection horizon than indicated in the January base-case scenario, largely reflecting the slightly higher level of economic activity seen recently.

Chart 30: The recovery in exports is expected to remain weak

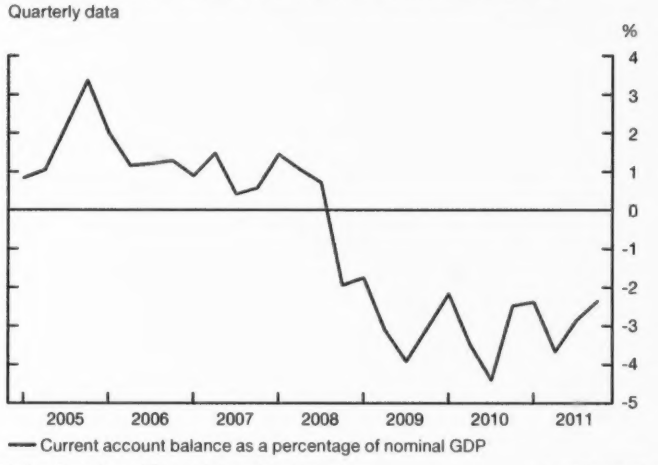
Comparison of real exports across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 31: Canada's current account deficit reflects weak exports

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations Last observation: 2011Q4

Inflation

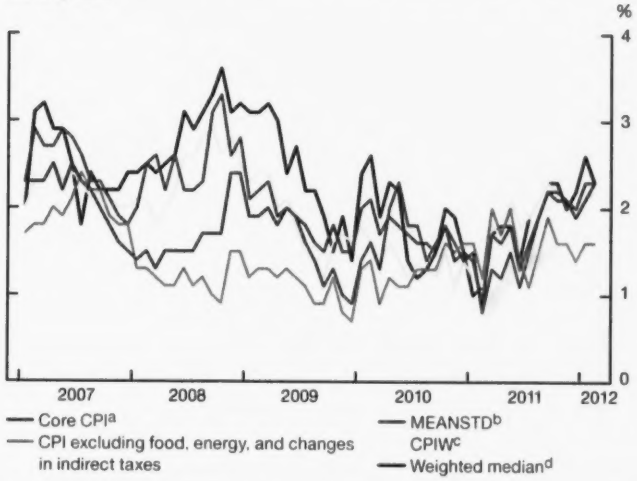
Core CPI inflation averaged 2.2 per cent over January and February, up slightly from 2.1 per cent in the fourth quarter. As anticipated, the gradual increase from 1.5 per cent in the first half of 2011 partly reflected the lagged effects of higher world prices for agricultural products on the prices of food and clothing, as well as the dissipation of the effect of the introduction of the harmonized sales tax (HST) in Ontario and British Columbia in the third quarter of 2010 on year-over-year core inflation. This upward movement in

core inflation has also been reflected in alternative measures of underlying inflation (**Chart 32**). Despite higher core inflation, total CPI inflation has declined from its peak of 3.4 per cent in the second quarter of 2011 to an average of 2.6 per cent in January and February. This drop reflects some moderation in gasoline prices from levels seen a year ago, as well as the unwinding of the direct effects of the HST on year-over-year inflation. However, with the rebound in gasoline prices in recent months, total CPI inflation has remained higher than expected in the January *Report*.

◀ *With the rebound in gasoline prices in recent months, total CPI inflation has remained higher than expected*

Chart 32: Underlying inflation has been slightly firmer recently

Alternative measures of core inflation, year-over-year percentage change, monthly data



a. Excludes eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components
b. Weighted average of the cross-sectional distribution of price changes that has been trimmed to exclude values further than 1.5 standard deviations from the average and the effect of changes in indirect taxes
c. Adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability and is adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes
d. Percentage change in the CPI component at the midpoint of the cross-sectional distribution of weighted price variation, adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada Last observation: February 2012

Inflation expectations remain well anchored. The April Consensus Economics forecasts for total CPI inflation in 2012 and 2013 were 2.1 per cent and 2.0 per cent, respectively. As reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, over 90 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

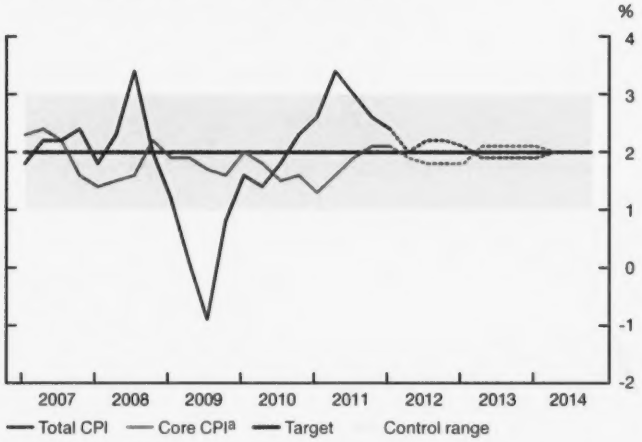
◀ *Inflation expectations remain well anchored*

Core inflation is projected to stay close to 2 per cent over the projection horizon (**Chart 33**), as the economy remains near its production potential, the growth of labour compensation remains moderate (**Chart 34**) and inflation expectations stay well anchored. The Bank forecasts a slight decline in core inflation in the near term, reflecting the unwinding of the effects of higher prices for food and clothing on year-over-year inflation, as well as lower electricity prices. Core inflation is expected to converge to 2 per cent thereafter as excess supply is fully absorbed. As well, the indirect effects associated with the announced restoration of the provincial sales tax in British Columbia are

◀ *Core inflation is projected to stay close to 2 per cent over the projection horizon*

Chart 33: Total and core CPI inflation in Canada are projected to remain close to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



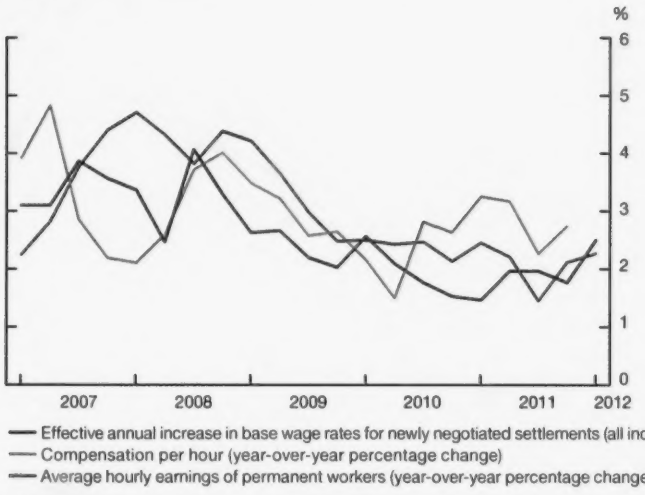
Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 34: Increases in labour compensation have been moderate in recent quarters

Quarterly data



Note: The 2012Q1 number for the effective increase in base wage rates for newly negotiated settlements is approximated by January data.

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

Last observations: 2011Q4 and 2012Q1

expected to provide a modest temporary lift to core inflation, beginning in the second quarter of 2013.[8] Underlying inflation is somewhat firmer than in the January *Report*, owing largely to reduced economic slack.

Total CPI inflation is also projected to decline in the near term to close to 2 per cent, in part reflecting lower core inflation, and to remain around the target over the balance of the projection horizon. The Bank no longer expects total CPI inflation to move significantly below 2 per cent later in 2012. This reflects slightly firmer underlying inflation and, more importantly, the fact that the higher prices for gasoline observed recently (primarily because of higher prices for Brent crude oil, **Box 1**) are expected to be more persistent.

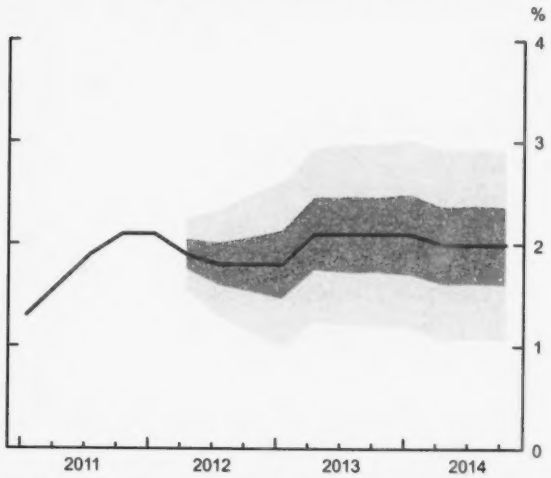
◀ *Total CPI inflation is projected to decline in the near term to close to the 2 per cent target*

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 35** and **Chart 36** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2012 to the end of 2014.

Chart 35: Projection for core CPI inflation

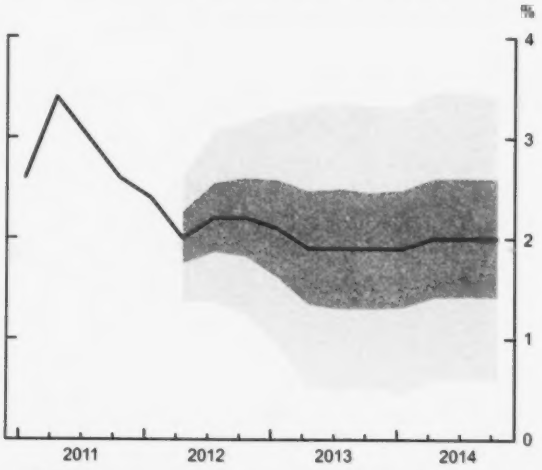
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

Chart 36: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

8 The province of British Columbia has announced that, in April 2013, it will reverse the July 2010 harmonization of its provincial sales tax with the federal goods and services tax. The section on the projection for inflation in the April 2010 *Monetary Policy Report* provided details on the estimates of the direct impact on total CPI and the indirect impact on core CPI stemming from this tax harmonization. According to the Bank's calculations, announced changes to the HST and other indirect taxes in British Columbia are expected to temporarily increase the year-over-year rate of core inflation by an estimated 0.1 percentage point, and to temporarily reduce the year-over-year rate of total inflation by an estimated 0.1 percentage point, between the second quarter of 2013 and the first quarter of 2014. As in the January base-case scenario, the projection also incorporates the impact of the increase in the Quebec Sales Tax in January 2012, which is estimated to boost total inflation by an estimated 0.1 percentage point in 2012. As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect of these changes on prices.

Risks to the Outlook

Despite recent improvements to the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated. Significant steps have been taken to address the sovereign debt and banking crisis in the euro area, reducing the chances of an extreme negative event, but risks in this regard still rest clearly on the downside.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-expected oil prices, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if oil prices continue to rise and remain above the levels implied by current futures prices.
- Private sector demand in the United States could be stronger than anticipated, and fiscal policy could exert a smaller-than-anticipated drag on growth, if U.S. authorities smooth the path of fiscal consolidation following the November elections.
- Household expenditures in Canada have been stronger than expected and could have more momentum than currently projected.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to a reintensification of sovereign debt and banking concerns in Europe, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

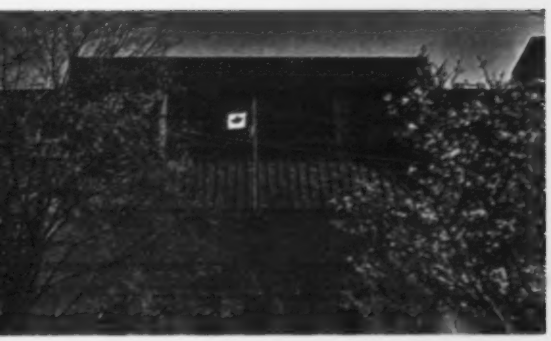
- Although policy initiatives to address the sovereign debt and banking crisis in the euro area have resulted in some improvement in European debt markets and global financial conditions, this risk could re-escalate, affecting Canada through financial, confidence and trade channels.
- Continuing high household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2012



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© 2012 Banque du Canada

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2012

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 13 avril 2012.

La Banque prendra toutes les mesures qui s'imposent pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. C'est ainsi qu'elle peut contribuer à ce que les Canadiens puissent épargner et investir en toute confiance.

Dans les prochaines années, les entreprises canadiennes devront elles aussi analyser et agir. Leur décision de se recentrer, de se réoutiller et de se renouveler sera déterminante pour la rapidité avec laquelle notre prospérité augmentera dans les décennies à venir.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
2 avril 2012
Waterloo (Ontario)

Table des matières

Vue d'ensemble 1

L'économie mondiale 3

La conjoncture financière mondiale 4

La zone euro 8

Les États-Unis 9

Le Japon 12

Les économies de marché émergentes 12

Les cours des produits de base 14

Les implications pour l'économie canadienne 15

Le dollar canadien 16

Encadré 1 : La hausse des cours du pétrole et son incidence sur l'économie canadienne 17

L'économie canadienne 19

Les conditions financières 19

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 22

L'économie réelle 24

Encadré 2 : Le taux d'épargne, la richesse immobilière et l'endettement 27

L'inflation 32

Les risques entourant les perspectives 37

Vue d'ensemble

Le profil de croissance de l'économie mondiale s'est amélioré depuis janvier. On prévoit que l'Europe émergera lentement de la récession au deuxième semestre de 2012, même si les risques entourant ces perspectives demeurent élevés. Le profil de croissance de l'économie américaine est légèrement plus solide, compte tenu de l'équilibre entre, d'une part, une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail, des conditions financières et de la confiance, et, d'autre part, l'assainissement budgétaire qui s'amorce ainsi que la réduction en cours du levier d'endettement des ménages. On s'attend à ce que, durant la période de projection, le rythme de l'activité dans les économies émergentes ralentisse mais demeure robuste, étant alimenté par un assouplissement des politiques macroéconomiques. L'amélioration des perspectives de l'économie mondiale, les perturbations du côté de l'offre et les risques géopolitiques ont maintenu les cours des produits de base à des niveaux élevés. En particulier, les cours internationaux du pétrole ont continué à grimper et sont maintenant nettement plus élevés que les prix payés aux producteurs canadiens. Si cette évolution des prix se poursuivait, elle pourrait atténuer le rythme accru de l'activité économique.

Dans l'ensemble, l'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait en janvier. Les vents contraires extérieurs auxquels est confronté le Canada se sont quelque peu apaisés, la reprise aux États-Unis s'étant révélée plus résiliente, et les conditions financières plus avantageuses, qu'escompté précédemment. Par conséquent, la confiance des entreprises et des ménages se redresse plus vite que prévu en janvier. La Banque s'attend à ce que la demande intérieure privée soit à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada durant la période de projection. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, alors que l'endettement de ceux-ci continue de s'accroître, ce qui demeure le principal risque interne. Les investissements des entreprises devraient rester robustes, du fait de la situation financière solide de celles-ci, des conditions de crédit très favorables, du niveau toujours élevé des termes de l'échange et des pressions concurrentielles accrues. On anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion au cours de la période projetée, conformément aux récents budgets des gouvernements fédéral et provinciaux. La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien.

La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,4 % en 2012 et en 2013 avant de ralentir pour se situer à 2,2 % en 2014. La marge de capacités inutilisées est un peu moins importante que la Banque ne l'avait anticipé en janvier et celle-ci s'attend maintenant à ce que l'économie se remette à tourner à plein régime au premier semestre de 2013.

Du fait des capacités excédentaires moindres et des prix plus élevés de l'essence, la Banque s'attend à ce que le profil de l'inflation soit un peu plus ferme qu'elle ne l'envisageait en janvier. Après avoir ralenti au cours du présent trimestre, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, avoisiner 2 % durant le reste de la période de projection, alors que l'économie atteint son potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Malgré l'amélioration récente des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix du pétrole soient plus élevés qu'attendu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à une nouvelle intensification des inquiétudes concernant la dette souveraine et le secteur bancaire en Europe, et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans un contexte de capacités excédentaires moindres au sein de l'économie et d'inflation sous-jacente plus élevée, il se peut qu'une réduction modeste de la détente monétaire considérable actuellement en place au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

L'économie mondiale

L'évolution récente donne à penser que le profil de croissance de l'économie mondiale est un peu plus favorable.

L'évolution récente donne à penser que le profil de croissance de l'économie mondiale est un peu plus favorable que celui projeté dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier (**Tableau 1**). L'incertitude entourant les perspectives à l'échelle du globe, qui avait atteint des niveaux très élevés, s'est atténuée, mais on peut s'attendre à ce que la volatilité persiste. Les conditions économiques sont meilleures aux États-Unis, et les mesures de politique destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro ont contribué à une certaine amélioration de la situation sur les marchés européens des titres d'emprunt et de la conjoncture financière internationale.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2011	2012	2013	2014
États-Unis	20	1,7 (1,8)	2,3 (2,0)	2,5 (2,2)	3,6
Zone euro	15	1,5 (1,5)	-0,6 (-1,0)	0,8 (0,9)	1,4
Japon	6	-0,7 (-0,8)	1,9 (1,9)	1,6 (1,7)	1,6
Chine	14	9,2 (9,1)	8,1 (8,2)	8,0 (8,0)	8,0
Autres pays	46	4,3 (4,2)	3,4 (3,1)	3,5 (3,2)	3,7
Ensemble du monde	100	3,8 (3,7)	3,2 (2,9)	3,4 (3,3)	3,8

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

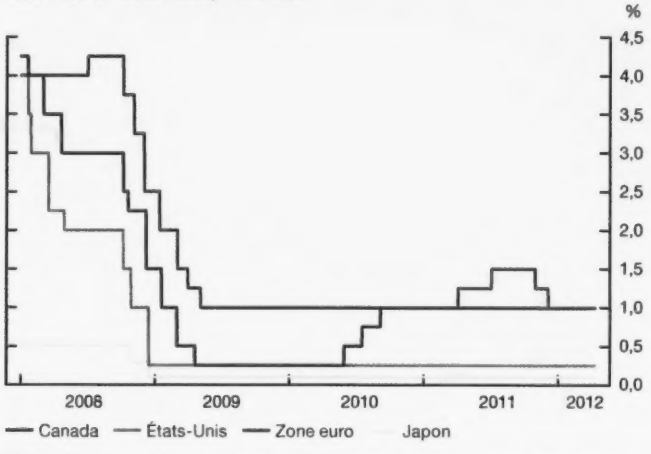
Toutefois, l'économie mondiale continue d'être confrontée à des défis considérables.

Toutefois, l'économie mondiale continue d'être confrontée à des défis considérables. Dans l'ensemble, la croissance devrait ralentir en 2012, pour s'établir à 3,2 %, puis remonter à 3,4 % en 2013 et à 3,8 % en 2014[1]. Malgré l'incidence positive des récentes interventions des autorités, on s'attend toujours à ce que la zone euro connaisse une récession jusqu'au troisième trimestre de 2012, suivie d'une lente reprise, la croissance subissant encore les effets de l'austérité budgétaire, de la réduction du levier d'endettement des banques et du faible niveau de la confiance. L'expansion aux États-Unis devrait continuer d'être modeste jusqu'à la fin de 2014, en raison de l'effet modérateur exercé par la réduction du levier d'endettement des ménages, de l'assainissement budgétaire et des retombées négatives persistantes de la crise européenne. Durant la période de projection, on s'attend à ce

1 Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2014 dans ce cas-ci.

Graphique 1 : Les banques centrales des économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas

Taux directeurs, données quotidiennes



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 13 avril 2012

que dans les économies émergentes, le rythme de l'activité ralentisse mais demeure robuste, étant alimenté par un léger assouplissement des politiques macroéconomiques. L'amélioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale et les perturbations du côté de l'offre ont maintenu les cours mondiaux des produits de base à un niveau élevé, en particulier le pétrole brut, dont les prix comportent également une prime de risque liée aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Cela devrait freiner quelque peu la cadence de l'activité économique mondiale.

En réaction à des pressions inflationnistes sous-jacentes modérées, les banques centrales des économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas (**Graphique 1**), et certaines ont procédé à de nouvelles opérations d'assouplissement quantitatif. Les banques centrales de quelques pays émergents ont continué à inverser le resserrement passé de leurs politiques face aux perspectives de décélération de la croissance économique intérieure.

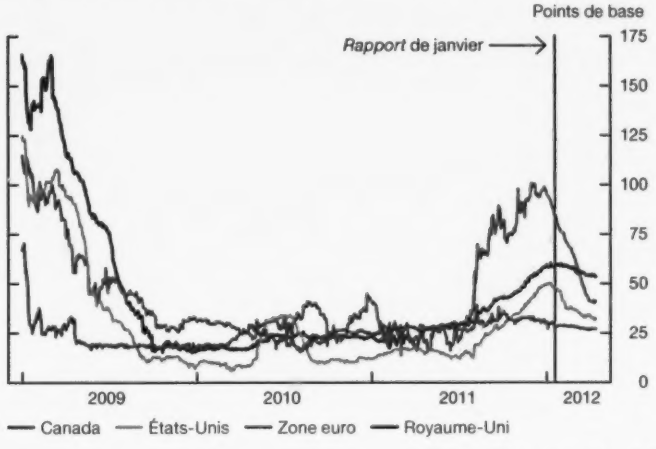
La conjoncture financière mondiale

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont améliorées dans l'ensemble. ▸

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont améliorées, dans l'ensemble, depuis la parution du *Rapport* de janvier. Les mesures prises en Europe pour résoudre la crise de la dette souveraine et du financement bancaire ainsi que les perspectives de croissance plus encourageantes aux États-Unis ont rendu les marchés plus optimistes pendant cette période. Ce climat a en outre été conforté par les simulations de crise aux États-Unis, qui ont révélé que les plus grandes banques américaines détiendraient une quantité suffisante de fonds propres si elles devaient faire face à une situation macroéconomique extrêmement défavorable. Plus récemment, toutefois, on a observé une nouvelle intensification des inquiétudes entourant la dette souveraine de certains pays périphériques de la zone euro, surtout l'Espagne, et la confiance des investisseurs a diminué quelque peu.

Graphique 2 : Les conditions de financement des banques européennes se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* de janvier

Écarts entre les taux d'emprunt interbancaires à trois mois et les taux des swaps trois mois indexés sur le taux à un jour, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 avril 2012

Les autorités publiques européennes ont mené un certain nombre d'initiatives au cours de la dernière année dans le but de renforcer la stabilité financière et la confiance. Elles ont convenu d'un deuxième plan d'aide financière à la Grèce jumelé à un programme de restructuration substantielle de la dette grecque détenue par le secteur privé, relevé les ratios de fonds propres de catégorie 1 auxquels sont soumises les banques, adopté un nouveau pacte budgétaire et fait passer le filet de sécurité destiné aux États membres de la zone euro de 500 à 700 milliards d'euros[2]. En outre, la Banque centrale européenne (BCE) a mis à la disposition des banques de la région environ 1 billion d'euros de liquidités au moyen de deux opérations de refinancement à plus long terme et a abaissé les exigences de garantie[3]. Par conséquent, les conditions de financement des institutions financières européennes se sont améliorées (**Graphique 2**). Les rendements des obligations d'État de la zone euro, à l'exception de l'Espagne, ont diminué, et les écarts de taux entre les titres souverains et les obligations allemandes se sont rétrécis (**Graphique 3**). Ensemble, ces facteurs permettent de croire que le risque à court terme d'une grave crise de liquidité dans le secteur bancaire de la zone euro a diminué.

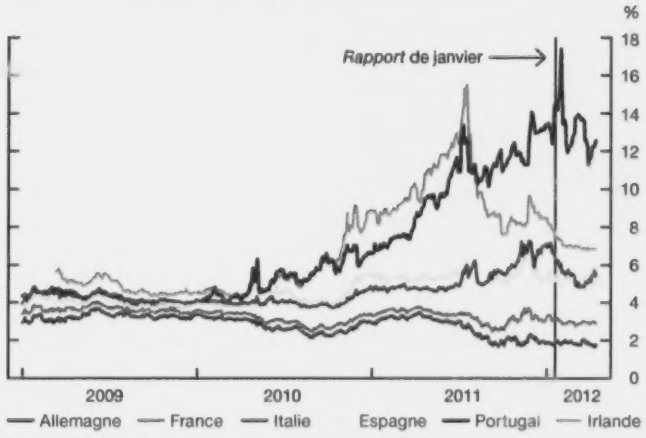
Les rendements des obligations d'État dans la plupart des grandes économies avancées ont fluctué de façon considérable depuis la parution du *Rapport* de janvier. Après avoir augmenté en réaction à l'amélioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale, les rendements sont presque revenus à leur niveau initial, le climat sur les marchés s'étant détérioré ces dernières semaines (**Graphique 4**). En particulier, les rendements des obligations allemandes sont tombés à leurs creux historiques.

2 La capacité de prêt combinée du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme européen de stabilité (MES) est de 700 milliards d'euros, dont 500 milliards représentent la capacité de prêt permanente du MES. Les 200 milliards restants consistent en des engagements existants envers la Grèce, l'Irlande et le Portugal.

3 Les opérations de refinancement à plus long terme ont été menées en décembre 2011 et en février 2012. Les injections nettes de liquidités se sont chiffrées à environ 500 milliards d'euros, déduction faite de l'emprunt auprès de la BCE sous forme d'opérations à court terme arrivant à échéance, telles que les opérations principales de refinancement assorties d'une échéance d'une semaine.

Graphique 3 : Sauf en Espagne, les rendements des obligations d'État des pays de la zone euro ont diminué depuis la publication du *Rapport* de janvier

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



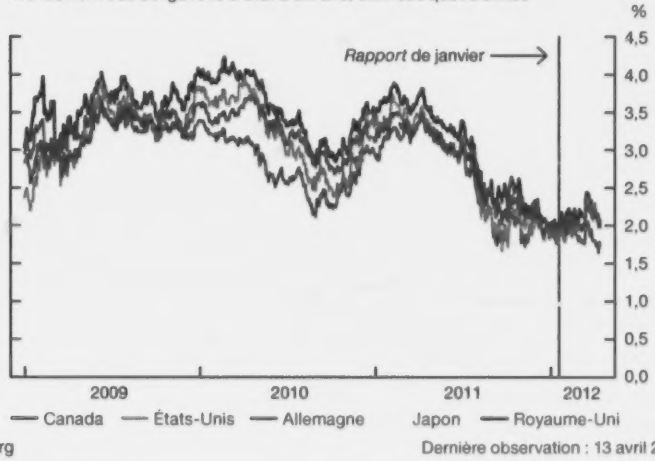
Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à neuf ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 avril 2012

Graphique 4 : Les rendements des obligations d'État dans la plupart des grandes économies avancées n'ont guère varié depuis la publication du dernier *Rapport*

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg

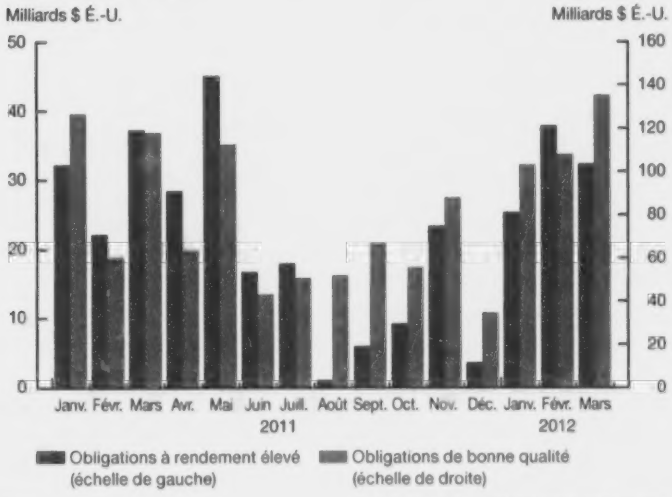
Dernière observation : 13 avril 2012

Les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté. ▸

En Europe, les cours des actions se sont repliés quelque peu depuis janvier sous l'effet des nouvelles craintes concernant la situation de la dette, mais ont grimpé dans la plupart des autres économies. Les écarts de rendement sur obligations de sociétés se sont amenuisés à l'échelle du globe, en particulier dans le cas des obligations des émetteurs financiers et des obligations à rendement élevé, et les rendements des obligations de sociétés américaines de bonne qualité ont récemment touché des creux inégalés. Dans ce contexte changeant, les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté depuis le début de l'année, les entreprises financières et non financières ayant tiré profit du meilleur accès aux marchés primaires (**Graphique 5**).

Graphique 5 : Les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté depuis le début de l'année

Émission à l'échelle du globe d'obligations de sociétés libellées en dollars américains, données mensuelles

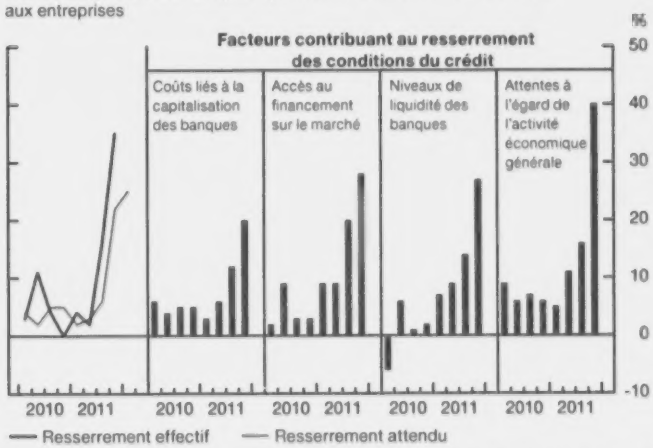


Source : Bloomberg

Dernière observation : mars 2012

Graphique 6 : Les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit depuis la publication du dernier *Rapport*

Pourcentages nets des banques ayant resserré les conditions du crédit aux entreprises



Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (Bank Lending Survey). On entend par « resserrement effectif » le resserrement qui s'est déjà produit, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques anticipent.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T4

Malgré l'amélioration générale de l'humeur des marchés financiers depuis janvier, les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit aux ménages et aux entreprises (**Graphique 6**). L'évolution en Europe s'est aussi répercutée sur les conditions d'octroi de prêts bancaires aux États-Unis. Les banques étrangères exerçant des activités dans ce pays ont durci leurs critères d'octroi de crédit aux sociétés américaines, alors que les banques tant américaines qu'étrangères ont resserré leurs

conditions d'octroi de prêts aux banques qui ont leur siège en Europe et aux entreprises non financières ayant une forte exposition aux économies européennes.

Même si les opérations accrues d'apport de liquidité menées par la BCE n'ont pas réussi à améliorer directement la santé financière fondamentale des banques, elles ont fourni à ces dernières la marge de manœuvre nécessaire pour restructurer leurs bilans de façon ordonnée. On s'attend donc à ce que les tensions exercées sur les conditions financières par la réduction du levier d'endettement des banques dans la zone euro persistent, mais qu'elles soient moins intenses que prévu en janvier.

La zone euro

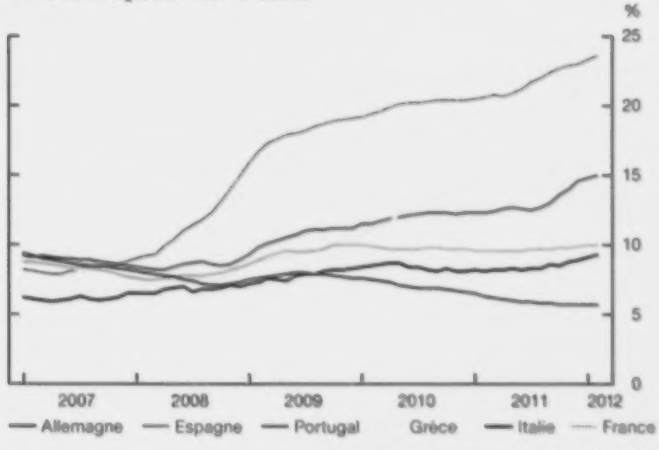
La zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011, laquelle devrait durer jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2012.

La zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011, le PIB réel s'étant replié de 1,2 %, comme prévu. Toutefois, la situation économique s'est quelque peu améliorée dernièrement. On a observé un redressement modeste de la confiance des entreprises et des ménages, et les indices des directeurs d'achat laissent entrevoir que le recul de la production sera probablement un peu moins prononcé au premier semestre de 2012.

L'écart entre les conditions économiques des grandes économies et des pays périphériques de la zone euro est saisissant. Le taux de chômage en Allemagne continue d'avoisiner les creux historiques enregistrés après la réunification, alors qu'en Espagne, au Portugal et en Grèce, les taux de chômage se situent à des niveaux inégalés (**Graphique 7**). Les indicateurs comme les coûts unitaires de main-d'œuvre portent à croire que les pays périphériques ont accompli peu de progrès pour ce qui est de réduire leur écart de compétitivité avec les grandes économies. Face à l'atonie économique persistante, certains pays périphériques ont beaucoup de mal à réaliser les importants ajustements budgétaires et les profondes réformes structurelles qui s'imposent afin de restaurer la compétitivité et d'assurer le maintien d'une situation budgétaire viable.

Graphique 7 : L'écart entre les taux de chômage des grandes économies et des pays périphériques de la zone euro est saisissant

Taux de chômage, données mensuelles



Source : Eurostat

Dernières observations : janvier et février 2012

On prévoit que la zone euro sera en récession jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2012, l'assainissement budgétaire, la réduction du levier d'endettement des banques, les conditions financières difficiles et les effets négatifs de la perte de confiance devant donner lieu à une contraction marquée de la demande intérieure. Une modeste reprise de l'activité économique devrait s'amorcer au deuxième semestre de 2012, soutenue par un redressement de la croissance des exportations attribuable à un raffermissement graduel de la demande extérieure. La demande intérieure devrait croître quelque peu à compter de 2013, à la faveur d'un assouplissement progressif des conditions financières et d'un regain de confiance. Comparativement à ce qui était énoncé dans le *Rapport* de janvier, la récession en cours devrait être un peu moins profonde, en raison des effets négatifs moins prononcés que prévu de la réduction du levier d'endettement des banques et des faibles niveaux de confiance. Toutefois, les perspectives de croissance pour le reste de la période de projection correspondent à nos prévisions de janvier.

La montée des cours des produits de base et l'augmentation des impôts indirects et des prix administrés résultant de l'assainissement budgétaire ont poussé l'inflation globale à 2,6 % en mars dans la zone euro. Néanmoins, les pressions inflationnistes devraient s'amoindrir au cours de la période projetée face aux importantes capacités inutilisées.

Les États-Unis

Le PIB réel des États-Unis a crû de près de 2,5 % au second semestre de 2011, contre moins de 1 % au premier semestre, et l'évolution économique récente a été largement positive. En moyenne, le rythme mensuel de créations d'emplois a été plus vif depuis le quatrième trimestre de 2011, et la confiance des consommateurs et des entreprises a fait montre d'une plus grande résilience qu'anticipé. On estime que les déterminants de la dépense des ménages sont maintenant plus favorables, du fait des révisions à la hausse du revenu des particuliers au deuxième semestre de 2011, alors que la montée récente des cours des actions a fait augmenter l'avoir net des ménages. Les retombées de la crise de la zone euro sur les conditions financières et la confiance aux États-Unis seront vraisemblablement moins prononcées qu'escompté. Par conséquent, les perspectives de croissance économique dans ce pays sont plus encourageantes au cours de la période de projection qu'on ne le prévoyait en janvier, malgré les effets négatifs du renchérissement du pétrole.

◂ *Aux États-Unis, la confiance des consommateurs et des entreprises a fait montre d'une plus grande résilience qu'anticipé.*

En dépit de ce profil d'évolution plus positif, la progression du PIB réel des États-Unis devrait être relativement modeste jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, étant freinée par l'assainissement budgétaire et la poursuite de la réduction du levier d'endettement des ménages (**Graphique 8**). L'activité économique devrait se raffermir de façon plus notable par la suite, à mesure que les effets de ces facteurs se dissiperont. Globalement, la croissance du PIB réel devrait passer de 2,3 % en 2012, à 2,5 % en 2013 et à 3,6 % en 2014.

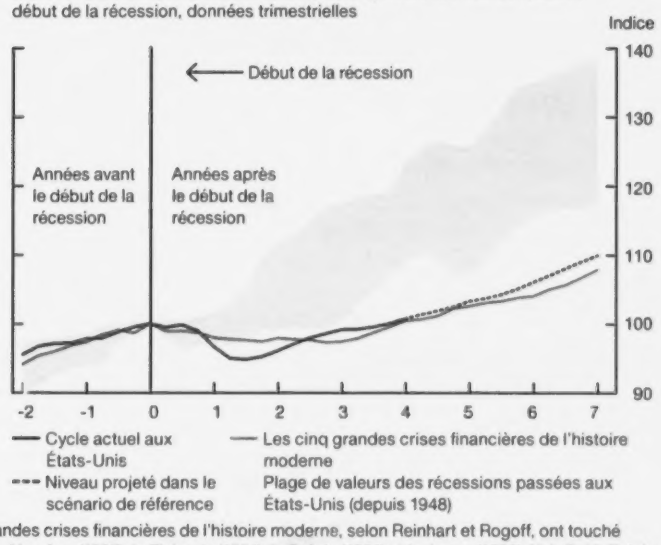
◂ *La progression du PIB réel des États-Unis devrait être relativement modeste.*

Les conditions monétaires devraient demeurer très expansionnistes : la Réserve fédérale américaine a récemment annoncé qu'elle repoussait, au moins jusqu'aux derniers mois de 2014, la période durant laquelle elle prévoit que les conditions économiques nécessiteront le maintien des taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas[4]. Par contre,

4 La Réserve fédérale des États-Unis a aussi adopté une cible explicite d'inflation de 2 %, mesurée par la variation annuelle de l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages.

Graphique 8 : Le PIB réel des États-Unis devrait progresser à un rythme relativement modeste par rapport aux reprises précédentes

Évolution du PIB réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, nº 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

L'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance de l'économie américaine.

l'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance de l'économie américaine, se chiffrant à environ 1 point de pourcentage en 2012, à 2,5 points en 2013 et à un demi-point en 2014, ce qui correspond aux attentes énoncées dans le *Rapport* de janvier (**Graphique 9**). Ce freinage budgétaire prévu tient compte de la fin des programmes de relance adoptés pendant la récession, de l'expiration des baisses des cotisations sociales à la fin de 2012 et des compressions budgétaires débutant en 2013. La hausse projetée de la croissance du PIB réel des États-Unis entre 2013 et 2014 repose dans une large mesure sur l'évolution attendue de la politique budgétaire[5].

La reprise des dépenses de consommation devrait rester assez modeste en regard du passé, les ménages redressant leur situation financière dans un contexte de faiblesse persistante des prix des logements, d'assainissement des finances publiques, de gains limités au chapitre de l'emploi et de prix du pétrole élevés.

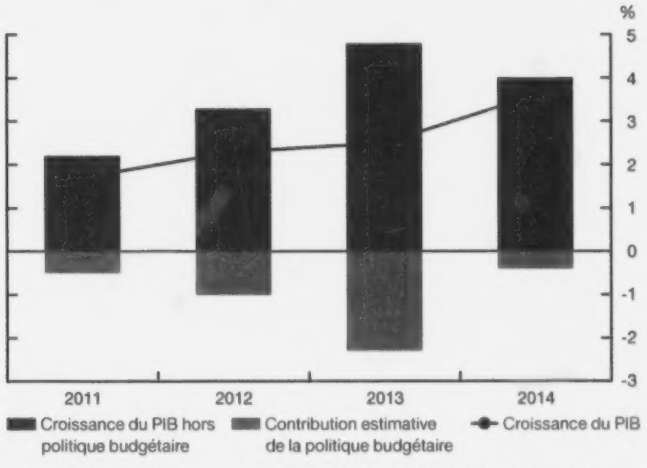
L'investissement résidentiel est encore très faible.

L'investissement résidentiel est encore très faible. La progression observée récemment est attribuable en partie à une hausse de la construction d'immeubles d'appartements, le chômage important et les conditions du crédit hypothécaire tendues ayant entraîné un déplacement de la demande allant de l'accession à la propriété vers la location (**Graphique 10**). Les stocks de logements inoccupés et de propriétés pouvant faire l'objet de saisie demeurent près de leurs récents niveaux records, ce qui restreint la

5 Les autorités publiques américaines pourraient décider d'adopter des politiques dont l'effet serait de réduire l'ampleur escomptée du freinage budgétaire en 2013. Cela pourrait se produire si l'on retardait certaines ou la plupart des compressions budgétaires prévues au cours de l'année. L'accélération de l'expansion économique en 2013 qui découlerait de ces actions pourrait se faire au détriment de la croissance en 2014, toutefois (selon le moment où les compressions seraient opérées).

Graphique 9 : L'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance du PIB réel américain

Données annuelles

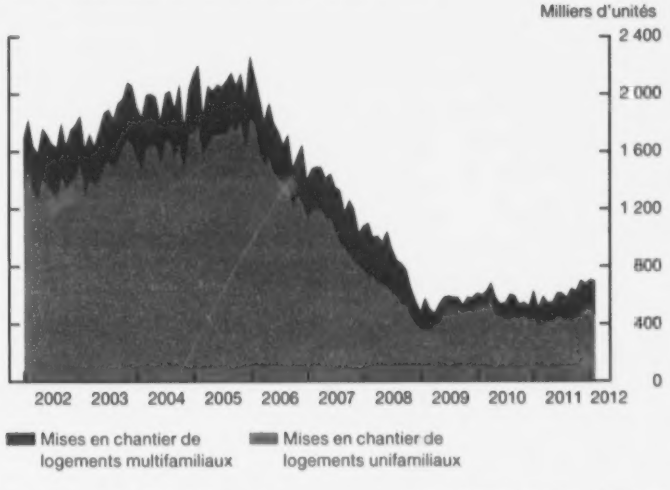


Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects de ces dépenses sur d'autres composantes de la demande globale.
La contribution estimative de la politique budgétaire a été réévaluée rétrospectivement à la lumière de nouvelles données concernant les dépenses publiques américaines.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 10 : Le nombre de mises en chantier aux États-Unis reste modeste

Mises en chantier aux États-Unis, données mensuelles



Source : Bureau du recensement des États-Unis

Dernière observation : février 2012

construction de nouvelles maisons et exerce des pressions à la baisse sur le prix des habitations. Les taux d'inoccupation élevés et les conditions du crédit difficiles ont également modéré la croissance de la construction non résidentielle. La construction tant résidentielle que non résidentielle devrait se maintenir à de bas niveaux, mais on s'attend à ce qu'elle reprenne peu à peu au cours de la période de projection, à la faveur de la réduction de l'offre excédentaire de logements invendus, d'un assouplissement graduel des conditions d'emprunt et du raffermissement de l'économie.

Les exportations et les investissements des entreprises devraient apporter un soutien important à l'expansion économique aux États-Unis.

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient apporter un soutien important à l'expansion économique aux États-Unis durant la période projetée. Malgré l'effet modérateur des faibles taux d'utilisation des ressources, les investissements des entreprises devraient progresser à un bon rythme jusqu'à la fin de 2014, favorisés par la solidité financière des entreprises, des bénéfices appréciables et le faible coût du capital. Bien que la croissance des exportations soit appelée à ralentir quelque peu en 2012, en raison de la récente appréciation du dollar É.-U. et d'une décélération de la demande étrangère, elle devrait rebondir en 2013-2014 grâce à la reprise de la demande mondiale.

Compte tenu du rythme modeste de la croissance de l'économie américaine, on s'attend à ce que l'offre excédentaire ne se résorbe que progressivement au cours de la période de projection. Par conséquent, les tensions inflationnistes sous-jacentes devraient demeurer modérées.

Le Japon

Au Japon, le PIB réel a reculé de 0,7 % au quatrième trimestre de 2011, les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement causées par les inondations en Thaïlande ainsi que le niveau élevé du yen et l'essoufflement de la demande extérieure ayant entraîné un repli marqué des exportations. Étant donné le rétablissement rapide de ces chaînes d'approvisionnement, les indicateurs donnent à penser que la croissance au Japon est redevenue légèrement positive au premier trimestre de 2012. Durant la période projetée, l'expansion du PIB réel devrait s'établir annuellement aux environs de 1,7 % en moyenne, soutenue par la poursuite de la reconstruction des infrastructures. Les exportations ne devraient progresser que légèrement en 2012, puis gagner de la vigueur à compter de 2013, sous l'influence du raffermissement de la demande mondiale. L'inflation se situant bien en deçà de l'objectif de 1 % annoncé récemment, la Banque du Japon a décidé d'accroître la taille de son programme d'achat d'actifs de 10 billions de yens, soit environ 2 % du PIB, au moyen de l'achat d'obligations d'État.

Les économies de marché émergentes

La croissance du PIB réel de la Chine au premier trimestre a ralenti à 8,1 % en glissement annuel, sous l'effet du recul de la demande extérieure et du resserrement antérieur des politiques monétaire et macroprudentielle. L'activité dans le secteur du logement a fléchi et les prix des propriétés se sont repliés par rapport au sommet où ils s'étaient hissés en août 2011 (**Graphique 11**). L'expansion des exportations a décéléré de manière plus abrupte, en réaction à l'affaiblissement de la demande émanant d'Europe, qui représente environ le cinquième des exportations chinoises (**Graphique 12**). Le taux d'accroissement des prix à la consommation en Chine se situait à 3,6 % en mars 2012, ce qui est nettement inférieur au sommet de 6,5 % atteint en juillet 2011, du fait principalement de la diminution rapide de la hausse des prix des aliments. En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont commencé à assouplir la politique monétaire. Elles ont réduit le taux des réserves obligatoires de 100 points de base depuis décembre et un nouvel assouplissement est attendu.

Le PIB réel de la Chine devrait croître de quelque 8 % en moyenne par année jusqu'à la fin de 2014.

Le PIB réel de la Chine devrait croître de quelque 8 % en moyenne par an jusqu'à la fin de 2014, ce qui correspond au taux attendu dans le *Rapport* de janvier. Une appréciation modeste du taux de change réel de la monnaie chinoise et le plan visant à stimuler les dépenses des ménages annoncé par le gouvernement devraient favoriser un déplacement progressif de la

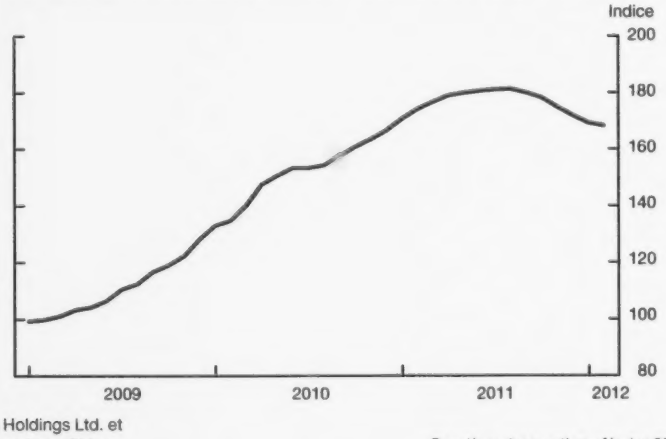
demande allant des exportations et de l'investissement vers la consommation. Cependant, les déséquilibres mondiaux sont encore une source d'inquiétude et on prévoit qu'ils demeureront élevés durant la période projetée.

On s'attend à une accélération de la croissance économique dans d'autres pays émergents en 2013-2014.

La progression du PIB réel d'autres économies émergentes devrait aussi décélérer en 2012, sous l'effet surtout du ralentissement de la demande extérieure, du resserrement antérieur des politiques et des pressions exercées sur les conditions financières par la réduction du levier d'endettement des banques internationales dans certains pays. Toutefois, on s'attend à une accélération de la croissance économique en 2013-2014, à la faveur d'une reprise de l'expansion des exportations vers les économies avancées. Les perspectives de croissance pour ces économies émergentes ont été révisées à la hausse par rapport à la projection de janvier, ce qui tient au raffermissement de la demande étrangère, à un certain assouplissement des conditions financières et au renchérissement des produits de base, dont profitent de nombreux producteurs de matières premières de ce groupe.

Graphique 11 : Les prix des propriétés en Chine ont commencé à se replier

Prix des appartements existants, base 100 de l'indice : décembre 2008, données mensuelles

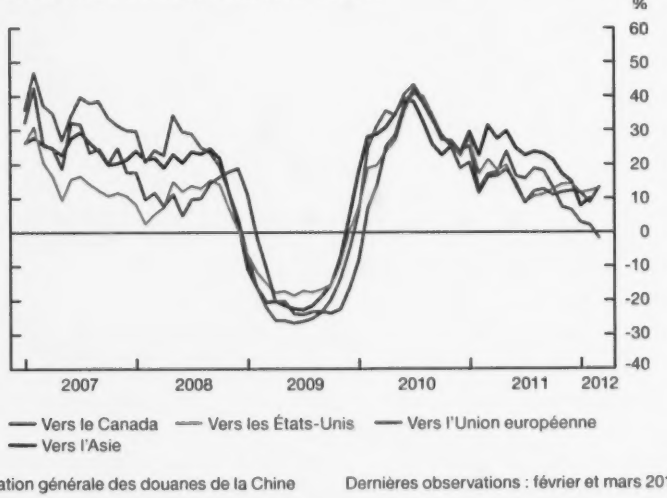


Sources : SouFun Holdings Ltd. et ambassade du Canada en Chine

Dernière observation : février 2012

Graphique 12 : L'expansion des exportations chinoises a décéléré

Taux de croissance en glissement annuel de la moyenne mobile sur trois mois des exportations chinoises, données mensuelles



Source : Administration générale des douanes de la Chine

Dernières observations : février et mars 2012

Les cours des produits de base

Les cours mondiaux des produits de base sont généralement demeurés à des niveaux élevés.

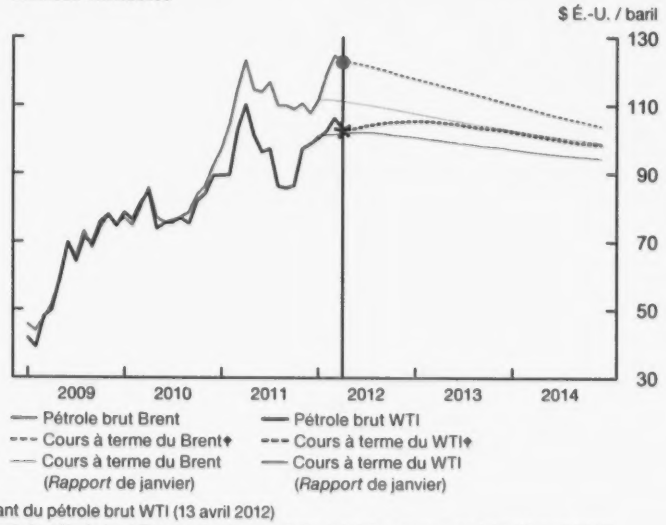
Les cours mondiaux des produits de base sont généralement demeurés à des niveaux élevés, mais ont évolué dans des sens quelque peu différents ces derniers mois. Les tensions géopolitiques accrues au Moyen-Orient, conjuguées aux perturbations de la production dans certains pays et à l'amélioration des perspectives de l'économie mondiale, ont poussé les cours du pétrole brut Brent au-dessus des niveaux anticipés au moment de la parution du *Rapport* de janvier. Les cours du brut West Texas Intermediate (WTI), par contre, ont peu changé depuis janvier, ce qui s'explique par l'abondance de l'offre dans le Midwest américain. Résultat, l'écart entre les cours du Brent et les cours du WTI s'est élargi, passant à environ 20 dollars É.-U. le baril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les cours du Brent et du WTI devraient rester élevés dans un avenir rapproché, pour ensuite baisser en réaction au retour à la normale de l'offre à l'échelle mondiale (**Graphique 13**). Les prix du pétrole devraient être supérieurs à ceux auxquels on s'attendait dans la dernière livraison du *Rapport*, ce qui est conforme à la révision à la hausse des perspectives concernant la demande.

Les prix du pétrole devraient être supérieurs à ceux auxquels on s'attendait dans la dernière livraison du Rapport.

Les prix du gaz naturel ont reculé en Amérique du Nord, les réductions de production n'ayant pas réussi à compenser l'incidence des températures exceptionnellement douces. La courbe la plus récente des cours à terme laisse entrevoir une augmentation des prix du gaz naturel jusqu'à la fin de 2014, soutenue par l'accroissement de la part de marché du gaz naturel dans la production d'électricité. Les prix du gaz naturel devraient néanmoins se maintenir à des niveaux relativement bas et inférieurs au profil d'évolution anticipé dans le *Rapport* de janvier (**Graphique 14**).

Graphique 13 : On s'attend à ce que les cours du pétrole demeurent élevés

Données mensuelles

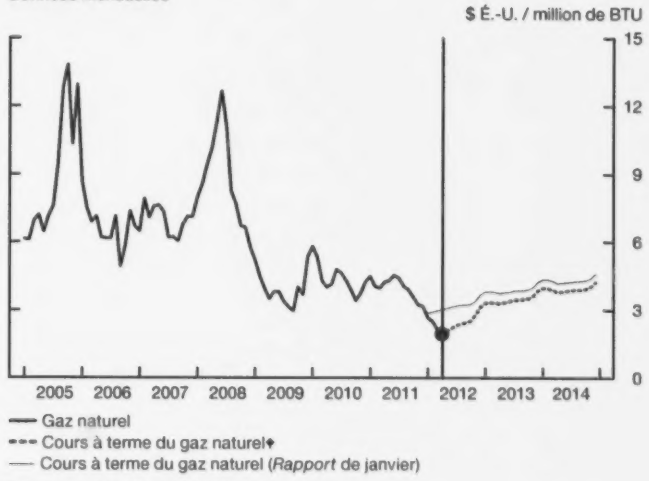


✱ Cours au comptant du pétrole brut WTI (13 avril 2012)
● Cours au comptant du pétrole brut Brent selon les contrats à échéance rapprochée (13 avril 2012)
♦ Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.
Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.
Source : Banque du Canada

Les cours des produits de base non énergétiques ont augmenté ces derniers mois, sous l'influence du raffermissement de la demande mondiale ainsi que des inquiétudes suscitées par l'offre sur les marchés agricoles. Les prix des produits agricoles devraient reculer durant la période de projection, parallèlement à l'amélioration de l'offre, tandis que les prix des produits forestiers devraient monter progressivement, en phase avec une reprise modeste dans le secteur américain du logement. Les prix des métaux devraient rester aux niveaux actuels jusqu'à la fin de 2013, puis grimper en 2014, à la faveur du renforcement de la croissance économique mondiale.

Graphique 14 : Les prix du gaz naturel devraient se maintenir à des niveaux relativement bas

Données mensuelles



● Cours au comptant du gaz naturel (13 avril 2012)
♦ Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.
Nota : Les valeurs des prix du gaz naturel pour avril 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012.
Source : Banque du Canada

Les implications pour l'économie canadienne

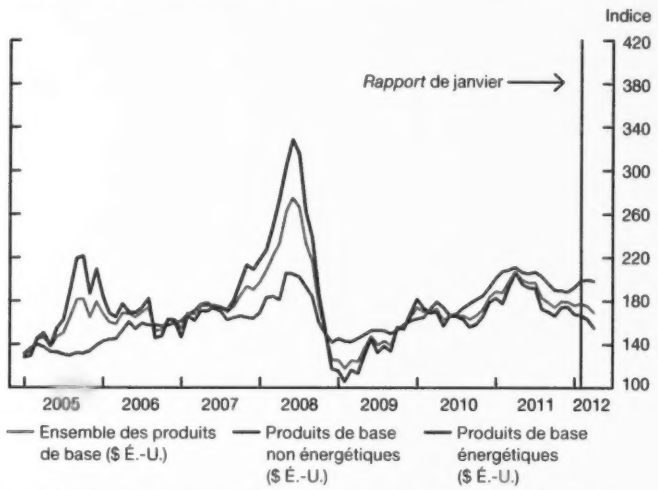
◂ *La demande d'exportations canadiennes demeure faible.*

La demande d'exportations canadiennes demeure faible. La mesure de l'activité étrangère n'a regagné que la moitié du recul enregistré durant la dernière récession, en raison surtout de l'atonie persistante au sein du secteur américain du logement. Cette mesure devrait s'accroître régulièrement au cours de la période projetée, la composition de la demande extérieure devenant plus favorable aux exportations canadiennes, et dépasser son niveau d'avant la récession au second semestre de 2013. Le profil d'évolution anticipé de la mesure de l'activité est légèrement supérieur à celui envisagé dans le *Rapport* de janvier, ce qui est conforme à la révision à la hausse des perspectives de l'économie américaine.

La montée des cours mondiaux des produits de base a généralement des effets positifs sur la richesse et le revenu au sein de l'économie canadienne, qui passent par l'amélioration des termes de l'échange. Or, l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a reculé depuis janvier (**Graphique 15**), en raison principalement de la pondération relativement

Graphique 15 : Les cours des produits de base ont reculé depuis la publication du dernier *Rapport*

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012.
Source : Banque du Canada

Dernière observation : avril 2012

forte des cours du gaz naturel dans l'indice[6]. De plus, bien que les cours mondiaux du pétrole aient nettement augmenté depuis janvier, les prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole brut ont diminué (**Encadré 1**). Les termes de l'échange du Canada se sont donc détériorés. L'IPPB et les termes de l'échange devraient s'inscrire en hausse jusqu'à la fin de 2014, grâce à un léger redressement des prix du gaz naturel, à l'augmentation soutenue des prix des produits de base non énergétiques et à un rétrécissement attendu de l'écart entre les prix des exportations et ceux des importations canadiennes de pétrole brut.

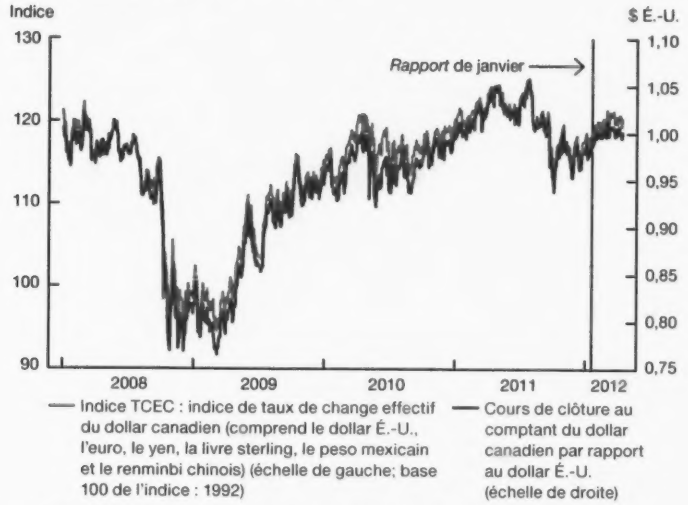
Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 101 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mars et devrait rester à ce niveau durant la période de projection (**Graphique 16**), comparativement au niveau de 98 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* de janvier.

6 De fortes fluctuations des prix relatifs des produits de base peuvent, à l'occasion, créer un certain écart entre l'IPPB et les prix des produits de base payés aux producteurs canadiens, puisque les pondérations de l'IPPB sont actualisées avec un décalage de quatre ans, à mesure que sont publiées les nouvelles données sur la production provenant des tableaux d'entrées-sorties préparés par Statistique Canada. Par exemple, la vive hausse des cours du pétrole ces dernières années par rapport à ceux du gaz naturel et la modification de la valeur de la production canadienne qui en a découlé ont vraisemblablement amené l'IPPB à sous-évaluer le niveau global des prix des produits de base au Canada. L'écart sans précédent observé récemment entre les cours du pétrole brut canadiens et mondiaux, dont il est question dans l'Encadré 1, a probablement fonctionné à l'inverse, puisque l'IPPB utilise le WTI comme approximation des cours du pétrole canadiens. En préparant sa projection relative à l'économie canadienne, la Banque utilise l'éventail complet des fluctuations des prix des produits de base qui sont pertinents pour le Canada, y compris celles qui ne sont pas entièrement reflétées dans l'évolution de l'IPPB. La Banque continuera d'évaluer les méthodes lui permettant d'améliorer la capacité de l'IPPB à mesurer les prix des produits de base au Canada.

Graphique 16 : La valeur du dollar canadien a légèrement augmenté depuis la publication du dernier *Rapport*

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada Dernière observation : 13 avril 2012

Encadré 1

La hausse des cours du pétrole et son incidence sur l'économie canadienne

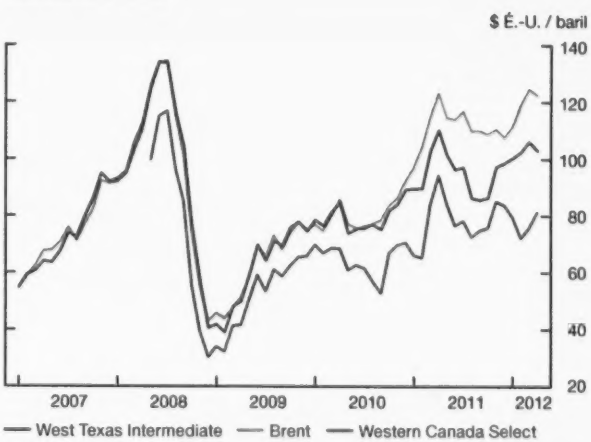
Les cours mondiaux du pétrole, mesurés par ceux du brut de référence Brent, se sont élevés de 15 % environ depuis leur dernier creux, touché en octobre 2011. Leur remontée, attribuable surtout à des réductions d'approvisionnement et à l'augmentation des tensions politiques au Moyen-Orient, a une incidence à la fois sur l'activité mondiale et sur l'économie canadienne.

Les différents types de pétrole n'ont pas tous renchéri au même degré. Les cours des bruts servant de référence en Amérique du Nord, tels que le West Texas Intermediate (WTI), demeurent bien inférieurs à leurs pendants internationaux en raison des surplus qui s'accumulent au terminal de Cushing (Oklahoma), point de livraison du WTI (**Graphique 1-A**). De plus, en 2012, les bruts canadiens comme le Western Canada Select (WCS) se sont négociés à la baisse, en grande partie sous l'effet conjugué de la forte croissance de l'offre, de mises hors service temporaires de raffineries et d'oléoducs au Canada et dans le Midwest américain et du manque généralisé de capacité pipelinière pour acheminer le brut vers d'autres régions. Cette évolution a eu pour effet de creuser un écart de prix sans précédent entre le Brent et le WCS (**Graphique 1-B**).

La poussée récente des cours du pétrole a des implications légèrement négatives pour l'économie mondiale.

Graphique 1-A : Les cours des bruts en Amérique du Nord demeurent bien inférieurs à leurs pendants internationaux

Données mensuelles



Nota : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.

Sources : Banque du Canada et Bloomberg Dernière observation : avril 2012

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (*suite*)

Les hausses qui sont principalement induites par des perturbations de l'approvisionnement et le relèvement des primes de risque accentuent les pressions inflationnistes et freinent l'activité à l'échelle du globe. Les États-Unis, qui sont touchés à la fois par les prix du WTI et les cours mondiaux en tant que pays importateur net de pétrole, devraient voir leur croissance économique bridée, le renchérissement de l'or noir entraînant un recul du revenu disponible réel, une détérioration des termes de l'échange et une augmentation du coût des intrants pétroliers.

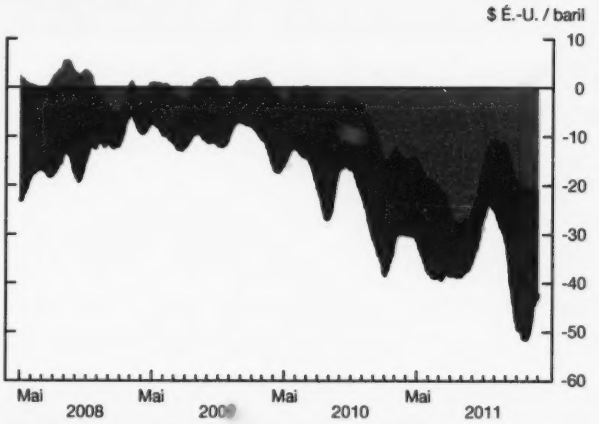
Parce qu'il est un exportateur net de pétrole, le Canada est habituellement favorisé par les hausses de prix de l'or noir, en particulier lorsque celles-ci résultent d'un accroissement de la demande globale dans le monde. La progression du revenu réel du pays associée à l'amélioration de ses termes de l'échange et à la montée de la demande à l'égard de ses exportations hors produits de base fait alors plus que compenser l'alourdissement des coûts pour les entreprises et les ménages[1].

Cependant, les augmentations des cours du pétrole qui sont liées à des facteurs d'offre ont moins d'effets positifs sur le revenu réel du Canada, car le repli de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux du pays déprime la demande de ses exportations hors produits de base. Les retombées peuvent être encore plus limitées, ou même devenir négatives, si le cours du pétrole importé grimpe plus que celui du pétrole exporté.

Voilà qui explique pourquoi l'évolution des prix de l'or noir depuis janvier s'est révélée défavorable pour le Canada. En effet, celle-ci a été déterminée par des facteurs d'offre et le fait que le prix du pétrole importé (lié en grande partie au cours du Brent) s'est accru alors que celui du pétrole exporté (plutôt lié aux cours du WTI et du WCS) s'est replié. Le renchérissement des importations canadiennes de pétrole gonfle les coûts de production des entreprises du pays et exerce des pressions à la hausse sur les prix de l'essence, dont la moitié environ est produite à partir de pétrole raffiné indexé sur le cours du Brent[2]. À elle seule, la

Graphique 1-B : L'écart entre les cours canadiens et mondiaux du brut s'est élargi pour atteindre des niveaux record

Données quotidiennes



Nota : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.

Sources : Banque du Canada et Bloomberg Dernière observation : avril 2012

dégradation des termes de l'échange pour le pétrole abaisse le revenu réel disponible pour l'achat de biens et de services étrangers et, par conséquent, le revenu intérieur brut réel du pays. Le fléchissement du revenu réel peut, à son tour, freiner les dépenses en biens et services produits au pays.

Avec l'accroissement du taux d'utilisation des capacités dans les raffineries qui ont subi des pannes temporaires et l'inversion prévue du sens de l'écoulement du pétrole dans l'oléoduc Seaway, les cours des bruts canadiens et du brut WTI devraient se rapprocher dans les mois à venir, contribuant ainsi à améliorer les termes de l'échange du Canada[3]. On s'attend toutefois à ce que l'écart de prix entre le WTI et le Brent persiste un certain temps, tant que le terminal de Cushing ne sera pas désengorgé par l'ajout d'une capacité pipelinière aux États-Unis ou au Canada.

1 On trouvera une description détaillée des canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influer sur la croissance économique au Canada dans la Note technique 2 de la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

2 Pour en savoir plus sur la relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence au Canada, voir la Note technique 3 du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2011.

3 L'inversion du sens de l'écoulement dans l'oléoduc Seaway, qui achemine actuellement le pétrole de la côte américaine du golfe du Mexique vers Cushing, devrait être réalisée en juin. On prévoit que le réseau inversé atteindra sa pleine capacité au premier trimestre de 2013.

L'économie canadienne

La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne croisse à un rythme modéré durant la période de projection et à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence reste près de la cible de 2 %. Elle continue de prévoir que, pendant cette période, l'expansion économique sera alimentée par la hausse de la demande intérieure privée. Les exportations nettes ne devraient apporter qu'une contribution minime à la croissance globale, compte tenu de la mollesse de la reprise de l'activité économique à l'étranger et des problèmes qui se posent toujours au Canada sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien.

◂ *La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne croisse à un rythme modéré.*

L'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait dans le *Rapport* de janvier. Les vents contraires extérieurs auxquels est confrontée l'économie canadienne se sont quelque peu apaisés, la reprise aux États-Unis s'étant révélée plus résiliente, et les conditions financières plus avantageuses, qu'escompté précédemment. En outre, comme la confiance s'est redressée plus vite que prévu en janvier, la Banque est d'avis qu'au cours des trimestres à venir, l'incertitude mondiale aura un effet modérateur moins prononcé sur les dépenses des ménages et des firmes du Canada.

◂ *Les vents contraires extérieurs auxquels est confrontée l'économie canadienne se sont quelque peu apaisés.*

Les conditions financières

L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore globalement très avantageux (**Graphique 17**) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique.

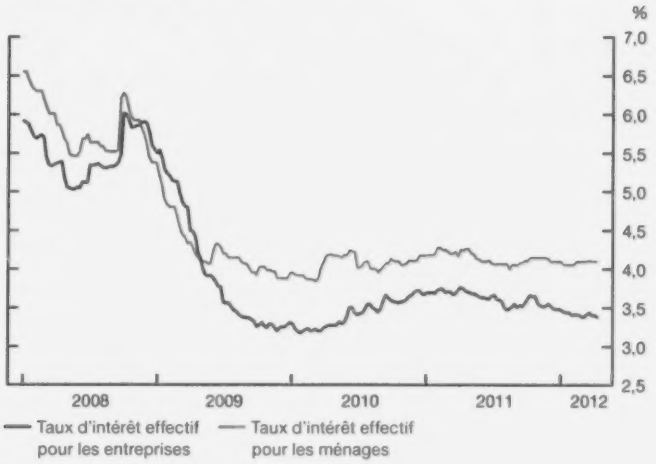
Dans le contexte d'une amélioration des conditions financières à l'échelle mondiale, les conditions du crédit aux entreprises canadiennes ont recommencé à s'assouplir au premier trimestre, comme l'indiquent tant les résultats de l'enquête que la Banque mène auprès des responsables du crédit que ceux de son enquête sur les perspectives des entreprises (**Graphique 18**) (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque).

Les marchés financiers au Canada ont continué d'afficher une bonne tenue ces derniers mois, face aux fluctuations qui se sont manifestées en Europe. Les rendements des obligations du gouvernement canadien se situent juste au-dessus des bas niveaux observés au moment de la parution du *Rapport* de janvier et ont généralement évolué en parallèle avec les grands marchés étrangers. Les rendements des obligations de sociétés sont également demeurés à des niveaux très bas et le volume des émissions a augmenté (**Graphique 19**). Cette évolution positive est due en partie à la demande

◂ *Les marchés financiers au Canada ont continué d'afficher une bonne tenue.*

Graphique 17 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires

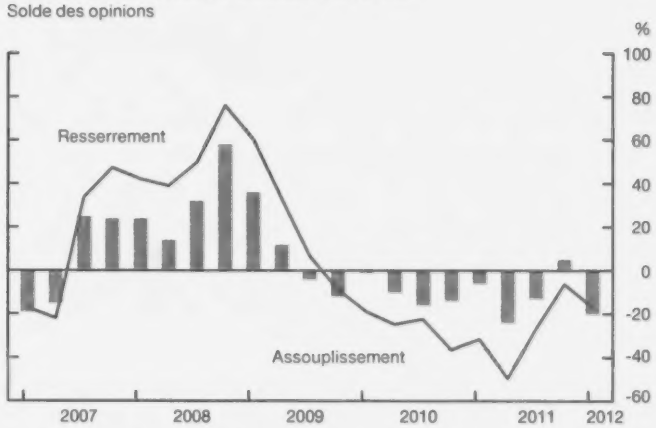


Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 13 avril 2012

Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises canadiennes ont recommencé à s'assouplir au premier trimestre de 2012

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T1

internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du Canada, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux. Bien que l'indice composite S&P/TSX ait quelque peu fléchi depuis janvier, les cours des actions des banques canadiennes, qui affichaient une meilleure tenue que ceux des titres des établissements d'autres économies avancées pendant une période d'incertitude accrue l'an dernier, ont encore monté.

La croissance des prêts aux entreprises s'est légèrement accentuée.

Dans ce contexte, les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. La croissance des prêts aux entreprises s'est légèrement accentuée ces derniers mois, ce qui concorde avec un certain assouplissement des conditions du crédit et une intensification de la croissance des investissements des entreprises. Cependant, compte tenu de leur solide situation financière globale, les sociétés non financières continuent d'avoir peu besoin de financement externe.

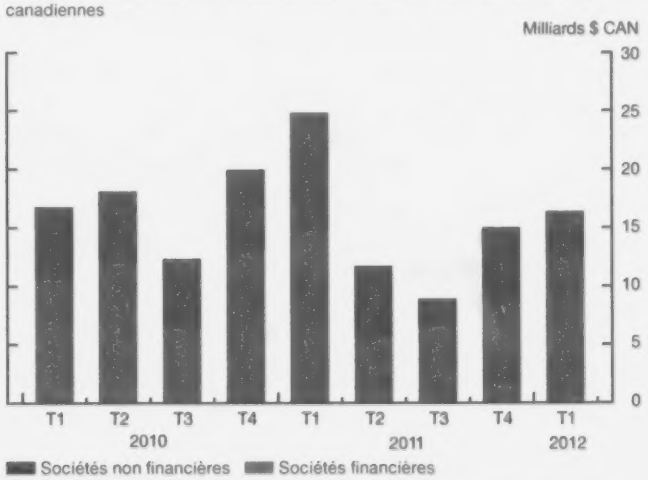
Le crédit demeure également très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques.

Le crédit demeure également très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques, principalement en raison du niveau exceptionnellement bas des taux hypothécaires fixes à long terme. Le rythme d'expansion des prêts aux ménages a cependant diminué au cours des derniers mois (**Graphique 20**), après avoir enregistré une croissance comparativement rapide sur une longue période, qui a porté les taux d'endettement des ménages à des niveaux record par rapport au revenu disponible.

À la faveur d'une amélioration de la confiance au Canada ces derniers mois, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti, parallèlement à une préférence moindre pour la liquidité. L'accroissement des agrégats monétaires au sens large a aussi quelque peu fléchi ces derniers temps, mais demeure en phase avec les pressions inflationnistes relativement modérées attendues à l'avenir.

Graphique 19 : Le volume des émissions d'obligations canadiennes a augmenté

Émission d'obligations de sociétés libellées en dollars canadiens par des firmes canadiennes

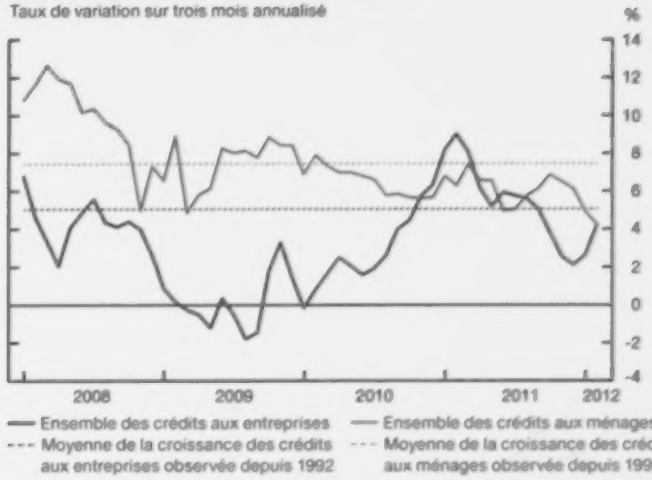


Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T1

Graphique 20 : La croissance du crédit aux entreprises s'est accentuée, tandis que celle du crédit aux ménages a ralenti

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2012

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

La Banque juge à présent que la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est moins importante qu'escompté précédemment.

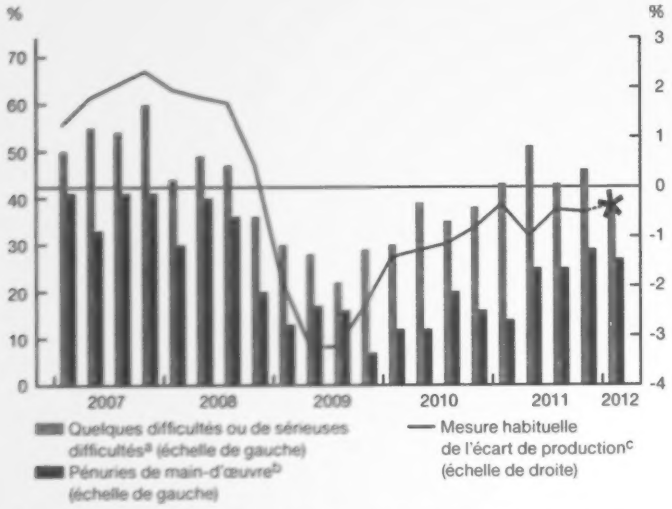
La Banque juge à présent que la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est moins importante qu'escompté précédemment, estimant que le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2012 était de 0,3 % supérieur à ce qu'elle avait prévu dans le *Rapport* de janvier. Ce changement tient aux révisions à la hausse du taux d'expansion déclaré du PIB pour le troisième trimestre de 2011 et du taux estimatif de croissance pour le premier trimestre de 2012, qui se chiffre maintenant à 2,5 %, ainsi qu'à la croissance de 1,8 % au quatrième trimestre, laquelle a été *grosso modo* conforme aux attentes formulées en janvier. Dans l'ensemble, ces résultats rendent compte de la vigueur accrue de la consommation des ménages et des investissements des entreprises au Canada, de même que d'une activité à l'étranger plus forte que prévu. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production — qui s'établissait à -0,4 % au premier trimestre de 2012 — tend également à indiquer que les capacités excédentaires au sein de l'économie étaient moins grandes qu'envisagé auparavant (**Graphique 21**). Ces constatations concordent avec les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises menées par la Banque au cours des derniers trimestres, selon lesquels la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée près de sa moyenne historique.

L'évolution des indicateurs du marché du travail cadre avec la persistance d'une offre excédentaire légèrement plus importante. Malgré des améliorations notables observées en mars, l'emploi et le taux de chômage ont globalement peu changé comparativement aux niveaux d'il y a six mois (**Graphique 22**). De même, la hausse abrupte, pendant la récession, de la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel ne s'est résorbée qu'en partie, ce qui donne à penser que le marché du travail continue de compter des ressources inutilisées. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises du printemps, le pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre est aussi resté en dessous de sa moyenne historique.

La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2012.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2012, soit une marge de capacités excédentaires plus faible que ce qu'elle escomptait en janvier.

Graphique 21 : L'économie canadienne demeure en situation d'offre excédentaire



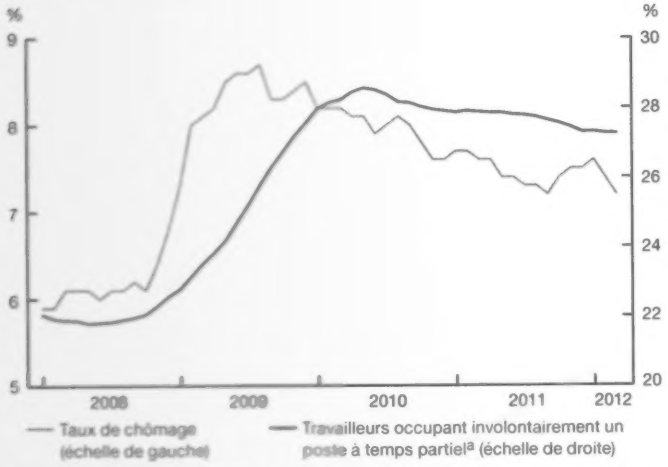
a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T1

Graphique 22 : Des indicateurs révèlent qu'il reste une certaine marge de ressources inutilisées sur le marché du travail

Données mensuelles



a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

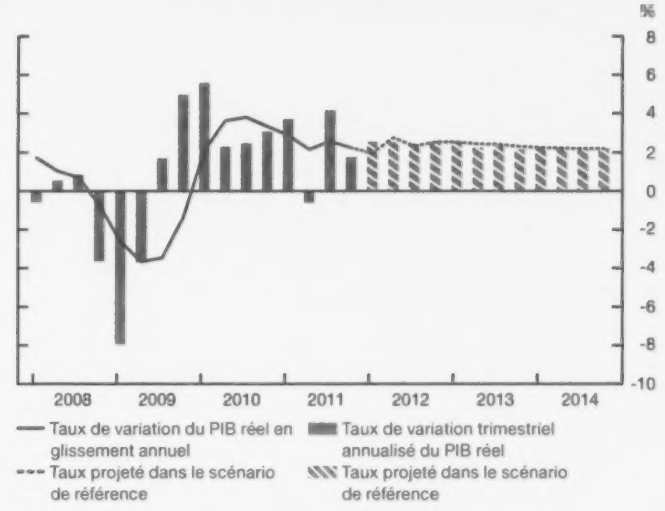
Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2012

L'économie réelle

La Banque s'attend à ce que l'économie continue de croître à un rythme modéré durant la période de projection (**Graphique 23**). Le taux d'augmentation du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait s'établir à 2,4 % en 2012 et en 2013, avant de ralentir pour se situer à 2,2 % (ce qui correspond au taux d'accroissement de la production potentielle) en 2014 (**Tableau 2**). Soutenue par des conditions financières avantageuses au pays, la demande intérieure privée devrait être à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada sur la période de projection (**Graphique 24**).

Graphique 23 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

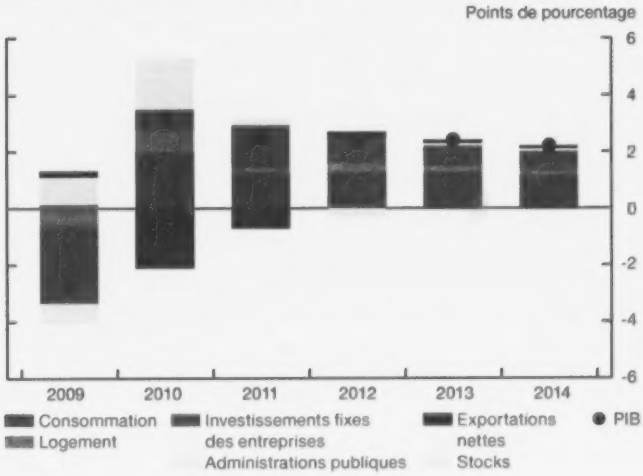
Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a]

	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,3 (1,1)	1,3 (1,1)	1,3 (1,4)	1,2
Logement	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	0,1
Administrations publiques	0,2 (0,3)	0,0 (-0,1)	0,1 (0,2)	0,1
Investissements fixes des entreprises	1,5 (1,3)	0,9 (0,6)	0,7 (1,0)	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	3,1 (2,9)	2,5 (1,9)	2,3 (2,8)	2,1
Exportations	1,3 (1,3)	1,7 (1,1)	1,1 (1,0)	1,3
Importations	-2,1 (-2,0)	-1,5 (-0,8)	-1,0 (-1,0)	-1,2
Total partiel : exportations nettes	-0,7 (-0,7)	0,2 (0,3)	0,1 (0,0)	0,1
Stocks	0,1 (0,2)	-0,3 (-0,2)	0,0 (0,0)	0,0
PIB	**2,5** (2,4)	**2,4** (2,0)	**2,4** (2,8)	2,2
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2
Revenu intérieur brut réel	3,7 (3,4)	2,2 (1,9)	2,5 (3,0)	2,4

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011.

Graphique 24 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir presque entièrement à la demande intérieure privée

Contribution à la croissance du PIB réel



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

	2011	2012				2013				2014			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	1,8 (2,0)	2,5 (1,8)	2,5 (1,8)	2,4 (2,1)	2,5 (2,6)	2,5 (3,1)	2,2 (3,1)	2,3 (3,0)	2,2 (2,8)	2,2	2,2	2,2	2,2
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,1)	2,0 (1,7)	2,7 (2,3)	2,3 (1,9)	2,5 (2,1)	2,5 (2,4)	2,4 (2,7)	2,4 (2,9)	2,3 (3,0)	2,2	2,2	2,2	2,2
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,2)	2,1 (2,1)	1,9 (2,0)	1,8 (1,9)	1,8 (1,7)	1,8 (1,9)	2,1 (1,9)	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,1	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,8)	2,4 (2,2)	2,0 (1,5)	2,2 (1,7)	2,2 (1,7)	2,1 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,7)	2,3 (2,1)	1,9 (1,4)	2,1 (1,6)	2,1 (1,6)	2,1 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI[b] (niveau)	94 (94)	103 (101)	103 (102)	104 (102)	105 (101)	105 (100)	105 (99)	104 (98)	103 (98)	102	101	99	99
Brent[b] (niveau)	109 (109)	118 (112)	122 (111)	121 (110)	119 (109)	117 (107)	115 (106)	113 (105)	112 (103)	110	108	106	104

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

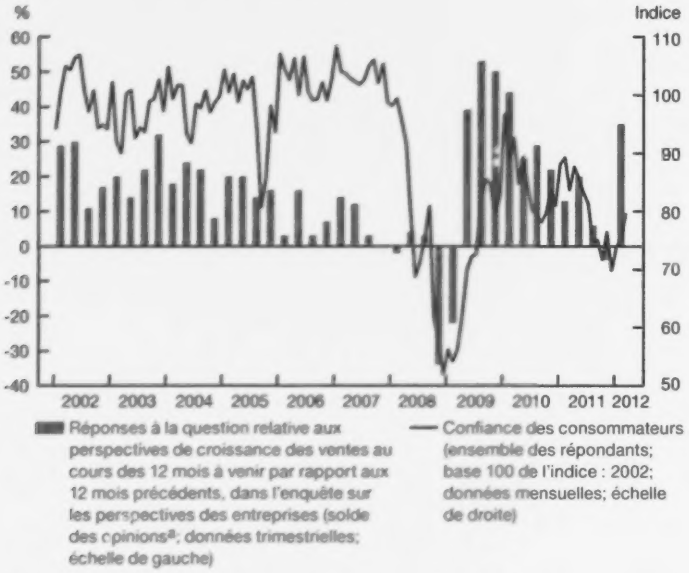
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont légèrement plus fermes qu'en janvier, l'économie devant faire montre, tout au long de 2012, d'un plus grand dynamisme que prévu, même si le rythme de croissance projeté pour 2013 est à présent un peu plus modeste qu'anticipé auparavant (**Tableau 3**). Le profil trimestriel plus robuste pendant la majeure partie de l'année 2012 témoigne notamment d'un climat plus optimiste qu'on ne l'avait d'abord supposé, ce qui cadre avec le raffermissement des perspectives économiques aux États-Unis et dans le monde[7]. Le profil de

◄ *Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont légèrement plus fermes qu'en janvier, l'économie devant faire montre, tout au long de 2012, d'un plus grand dynamisme que prévu.*

7 Au premier semestre de 2012, la croissance devrait également être stimulée par des facteurs temporaires liés à la reconstitution des stocks de véhicules automobiles, qui fait suite à la réduction massive survenue dans les derniers mois de 2011 en raison des inondations en Thaïlande, ainsi qu'à la reprise d'une production plus normale du secteur pétrolier après les perturbations de la fin de l'année dernière.

Graphique 25 : La confiance des consommateurs et des entreprises s'est raffermie depuis le récent creux



a. Pourcentage d'entreprises qui prévoient un taux de croissance plus élevé diminué du pourcentage de celles qui prévoient un ralentissement

Sources : Conference Board du Canada et Banque du Canada Dernières observations : 2012T1 et mars 2012

croissance de la consommation et des investissements est plus élevé en début de période qu'envisagé antérieurement, reflétant en partie une remontée plus rapide de la confiance (**Graphique 25**). La hausse des cours mondiaux du pétrole depuis janvier ne devrait toutefois pas fournir une nouvelle impulsion à la demande intérieure, par l'intermédiaire d'une augmentation des revenus réels, étant donné que les prix que touchent les producteurs canadiens ont diminué alors que ceux que paient les consommateurs au pays ont augmenté (**Encadré 1**). Néanmoins, par suite du dynamisme plus marqué enregistré récemment par la demande intérieure privée, le profil des importations devrait être plus vigoureux qu'on ne le prévoyait en janvier, ce qui devrait contrebalancer la contribution accrue à la croissance économique apportée par le renforcement de l'activité à l'étranger et des exportations du Canada que laisse entrevoir la présente projection.

La progression des dépenses des ménages s'est redressée ces derniers trimestres.

La progression des dépenses des ménages (qui englobent les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel) s'est redressée ces derniers trimestres et devrait se poursuivre à une cadence modérée jusqu'à la fin de 2014. La Banque est toujours d'avis que la consommation augmentera à un taux un peu inférieur au rythme d'expansion modéré projeté du revenu disponible des particuliers (**Graphique 26**), ce qui se traduira par une légère hausse du taux d'épargne (**Encadré 2**). La croissance de l'investissement résidentiel, qui est actuellement soutenue par des conditions de financement hypothécaire très favorables (**Graphique 27**), devrait ralentir au cours de la période de projection. Le ratio des dépenses des ménages au PIB devrait néanmoins demeurer relativement élevé pendant la période projetée (**Graphique 28**). Dans ce contexte, on prévoit que le ratio de la dette au revenu des ménages s'accroîtra encore.

On prévoit que le ratio de la dette au revenu des ménages s'accroîtra encore.

Encadré 2

Le taux d'épargne, la richesse immobilière et l'endettement

Le taux d'épargne des particuliers au Canada s'est établi à 3,4 % au quatrième trimestre de 2011, soit à un niveau proche de la moyenne des dix dernières années. Ce taux est cependant largement inférieur à ce qui a été observé antérieurement. Le taux d'épargne s'est situé en moyenne aux environs de 9 % depuis 1961; si l'on fait abstraction de la période allant du milieu des années 1970 jusqu'à la fin des années 1980, qui s'est caractérisée par une inflation à la fois forte et variable, le taux d'épargne moyen s'est chiffré à 6,5 % (**Graphique 2-A**)[1].

Les taux d'épargne historiquement faibles de la dernière décennie se sont inscrits sur fond d'innovations financières considérables, de hausses à la fois fortes et durables des prix des maisons et d'investissements résidentiels importants. Depuis 2001, la valeur du patrimoine immobilier résidentiel des Canadiens a doublé pour atteindre environ 3 billions de dollars.

Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que les ménages cherchent à consommer une partie de la hausse de leur richesse immobilière, soit en profitant du gonflement de l'avoir propre foncier pour en extraire des liquidités à dépenser ou, se sentant plus riches, en augmentant la part du revenu courant affecté à la consommation. Dans un cas comme dans l'autre, il en résulterait un recul du taux d'épargne mesuré des particuliers. Les estimations empiriques de la propension marginale des Canadiens à consommer la richesse immobilière à long terme vont de 6 à 16 %, à condition que l'enrichissement soit perçu comme permanent[2]. Cet effet de richesse immobilière sur la consommation pourrait s'être accentué avec le temps, à la faveur des innovations financières ayant permis de mobiliser plus facilement la plus-value des logements[3].

Des recherches réalisées à la Banque confirment que l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier par le biais d'emprunts s'est beaucoup accrue depuis dix ans, et qu'elle est responsable d'une grande partie de la hausse de l'endettement des ménages et a fortement contribué à soutenir la consommation[4]. Le montant des liquidités extraites au moyen de lignes de crédit garanties par l'avoir foncier et de refinancements hypothécaires nets est passé de 8 milliards de dollars en 2001 à 64 milliards en 2010 (**Graphique 2-B**). Les résultats d'enquêtes indiquent qu'environ la moitié des liquidités prélevées est consacrée à la consommation immédiate ou au remboursement d'autres dettes, pour la plupart constituées d'emprunts à taux plus élevé ayant eux-mêmes servi à financer la consommation passée. Dans l'ensemble, on estime que les liquidités

(suite à la page suivante)

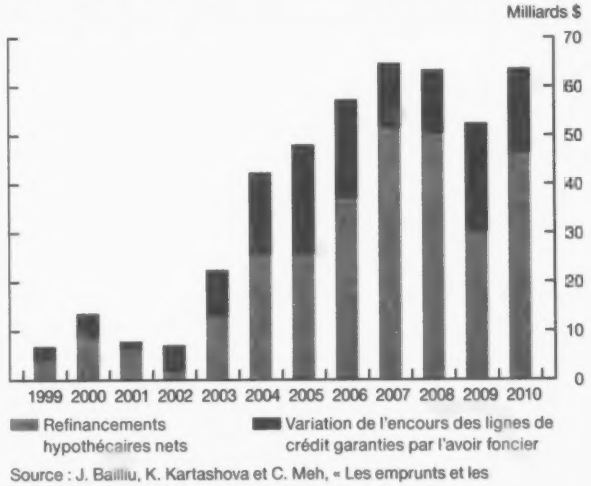
Graphique 2-A : Le taux d'épargne des particuliers reste bas

Données trimestrielles

Source : Statistique Canada — Dernière observation : 2011T4

Graphique 2-B : L'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier a beaucoup augmenté au cours des dix dernières années

Composantes de l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier, données annuelles



Source : J. Bailliu, K. Kartashova et C. Meh, « Les emprunts et les dépenses des ménages au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver 2011-2012, p. 18-32 — Dernière observation : 2010

1 Le contexte de forte inflation des années 1970 et 1980 explique pour une bonne part les taux d'épargne élevés constatés au cours de cette période. Il n'empêche que les taux d'épargne ont été plus bas durant la dernière décennie que dans les années 1960, période où l'inflation était tout aussi faible et stable.

2 Voir P. Catte, N. Girouard, R. Price et C. André (2004), « La contribution des marchés du logement à la résilience économique », *Revue économique de l'OCDE*, n° 38, et C. Bertaut (2002), *Equity Prices, Household Wealth and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 724.

3 En principe, l'avoir propre peut être transformé en liquidités de deux façons : par le recours au crédit ou par la vente d'actifs.

4 Voir J. Bailliu, K. Kartashova et C. Meh (hiver 2011-2012), « Les emprunts et les dépenses des ménages au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, p. 18-32.

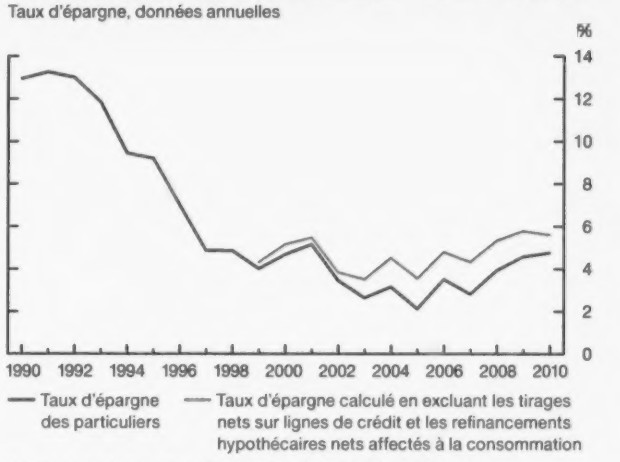
Encadré 2 (*suite*)

dégagées de l'avoir foncier ont permis de régler environ 3 % des dépenses de consommation au Canada ces dernières années, comparativement à moins de 1 % en 2001. Si l'on prend cette fois comme mesure du taux d'épargne des particuliers un taux calculé en excluant de la consommation totale la consommation financée directement à l'aide de lignes de crédit garanties par l'avoir foncier et de refinancements hypothécaires nets, on obtient pour la décennie récente un taux d'épargne moyen avoisinant 5 %, proche de celui observé durant la deuxième moitié des années 1990 (**Graphique 2-C**)[5,6].

On ne peut indéfiniment financer une hausse de la consommation par l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier. Lorsque la proportion des propriétaires qui tirent parti de l'appréciation de leur patrimoine immobilier au moyen de lignes de crédit garanties aura atteint son sommet, le taux d'épargne devrait augmenter, et le niveau de consommation diminuer par rapport au revenu. Les propriétaires qui auront entamé leur capital immobilier seront plus vulnérables à une baisse du prix des maisons, laquelle pourrait restreindre encore davantage la consommation.

Graphique 2-C : L'accroissement de la consommation financée par l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier s'est accompagné d'une baisse marquée du taux d'épargne

Taux d'épargne, données annuelles



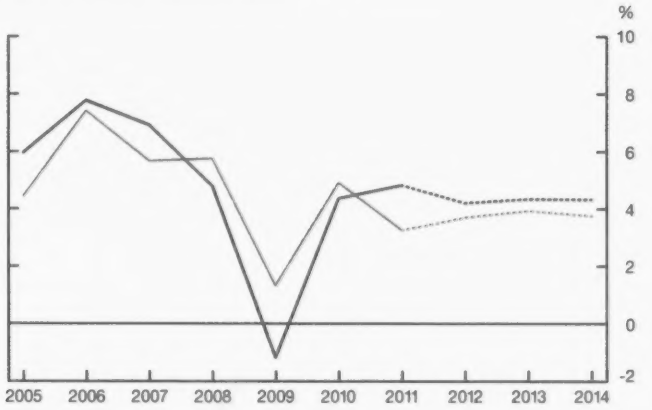
Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial Monitor et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2010

5 Voir A. Greenspan et J. Kennedy (2007), *Sources and Uses of Equity Extracted from Homes*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2007-20, pour une analyse semblable des effets potentiels de l'extraction de liquidités de l'avoir foncier sur le taux d'épargne aux États-Unis.

6 La présente analyse fait abstraction de possibles réactions endogènes des ménages et des institutions financières.

Graphique 26 : Le revenu disponible des particuliers devrait croître à un rythme modéré au cours de la période de projection

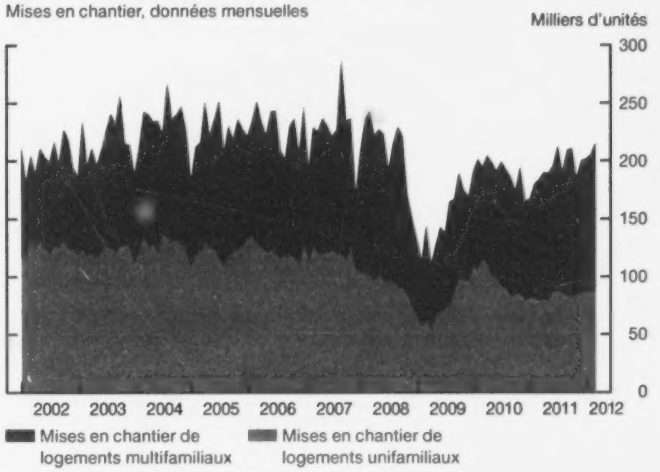
Taux de variation, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 27 : Les logements multifamiliaux contribuent grandement à l'activité dans le secteur du logement

Mises en chantier, données mensuelles

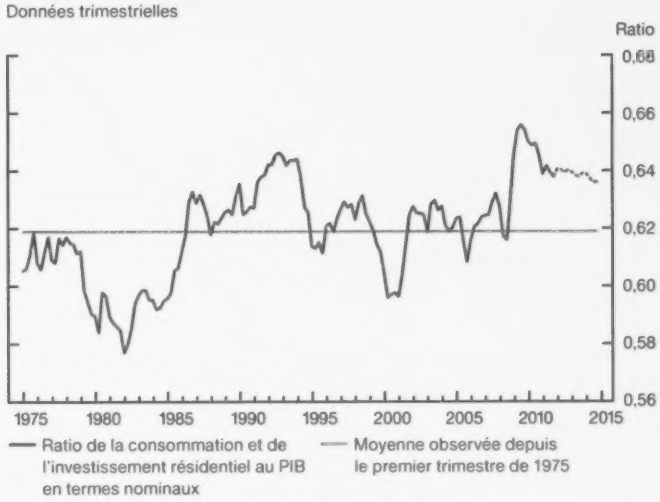


Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2012

Graphique 28 : On s'attend à ce que la part des dépenses des ménages dans le PIB demeure élevée

Données trimestrielles



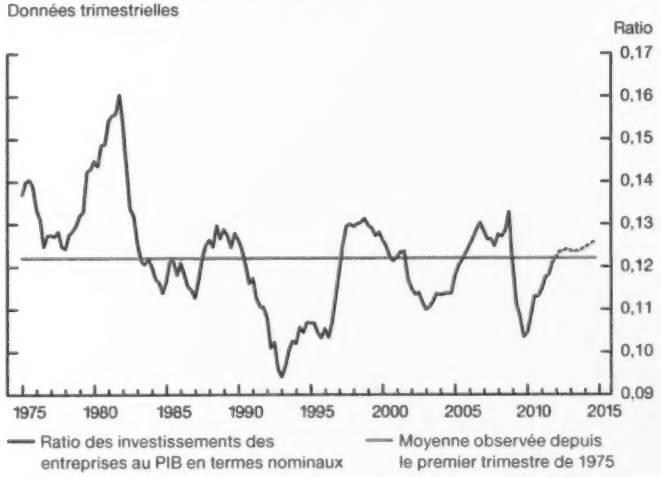
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque continue de s'attendre à une expansion robuste des investissements fixes des entreprises durant la période de projection, à la faveur de la situation financière solide des firmes canadiennes, des conditions de crédit avantageuses, des prix élevés des produits de base et de la vigueur du dollar canadien, ainsi qu'en raison de l'incitation à rehausser la productivité dans un contexte où les entreprises sont soumises à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. Ces perspectives de croissance robustes des investissements laissent supposer que la part de ces derniers dans le PIB se maintiendra globalement autour de sa moyenne historique (**Graphique 29**). Le profil d'évolution des investissements fixes des entreprises a été revu à la hausse depuis la parution du *Rapport* de janvier, en particulier pour 2012, au vu des perspectives économiques mondiales plus encourageantes et moins

◀ *La Banque continue de s'attendre à une expansion robuste des investissements fixes des entreprises.*

Graphique 29 : La part des investissements dans le PIB devrait se maintenir autour de sa moyenne historique

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

incertaines. Cette prévision cadre avec les résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public, qui laissent entrevoir en 2012 une forte croissance, tirée par le secteur pétrolier et gazier, de même qu'avec ceux de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, qui indiquent que les intentions d'investissement pour les douze prochains mois demeurent fortement positives.

La Banque anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel.

La Banque anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel au cours la période projetée, conformément aux plans des gouvernements fédéral et provinciaux présentés dans les récents exposés budgétaires, qui visent à assainir les dépenses. À cet égard, les importantes révisions à la baisse dont ont fait l'objet les estimations des comptes nationaux concernant les dépenses publiques ces derniers trimestres donnent à penser que le retrait des mesures temporaires de relance budgétaire mises en place durant la récession était en grande partie achevé à la fin de 2011. À la lumière de ces faits, la Banque table, pour la période de projection, sur un profil d'évolution général des dépenses publiques un peu plus bas que ce n'était le cas en janvier.

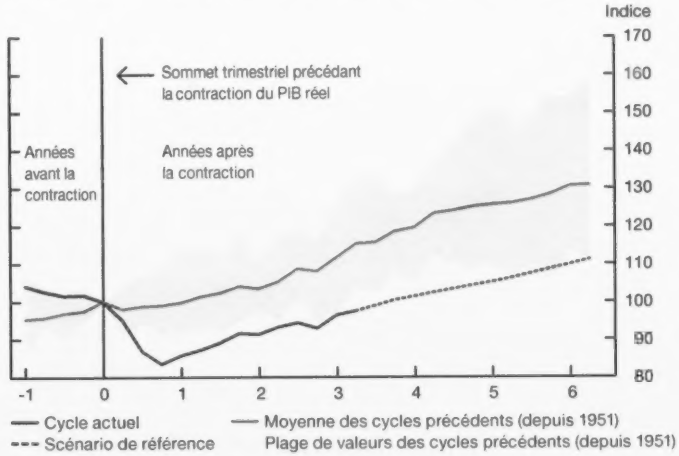
On ne s'attend pas à ce que les exportations canadiennes regagnent avant la fin de 2013 le sommet atteint avant la récession.

La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible. Compte tenu des bas niveaux de la demande américaine de véhicules automobiles et de logements, conjugués aux difficultés qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité au Canada, on ne s'attend pas à ce que les exportations canadiennes regagnent avant la fin de 2013 le sommet atteint avant la récession (**Graphique 30**). En revanche, le niveau des importations a déjà retrouvé son sommet d'avant la récession. C'est en partie pourquoi le solde de la balance courante du Canada est passé d'un excédent avant la récession à un déficit d'environ 2 % du PIB, qui devrait persister durant la période projetée (**Graphique 31**).

Vu la conjoncture extérieure un peu plus favorable et la vigueur légèrement accrue de la demande intérieure, tant les exportations que les importations devraient augmenter à un rythme quelque peu plus rapide qu'escompté

Graphique 30 : On s'attend à ce que la reprise des exportations reste faible

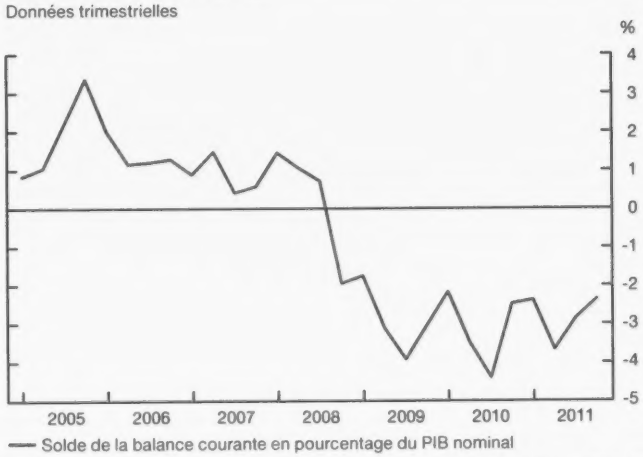
Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 31 : Le déficit de la balance courante du Canada tient en partie à la faiblesse des exportations

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2011T4

en janvier, quoique la Banque estime toujours que les exportations nettes apporteront une contribution minime à la croissance du PIB canadien au cours de la période de projection.

La Banque prévoit que, dans les trimestres à venir, le PIB réel du Canada progressera dans l'ensemble à une cadence légèrement plus rapide que le taux d'expansion estimatif de la production potentielle. En conséquence, l'économie devrait se remettre graduellement à tourner à plein régime d'ici le premier semestre de 2013, soit plus tôt qu'on ne l'envisageait en janvier dernier. Dans ce contexte, l'économie canadienne devrait afficher une marge de capacités inutilisées un peu moins importante tout au long de la période projetée que ne l'indiquait le scénario de référence du *Rapport* de janvier, ce qui rend compte dans une large mesure du niveau légèrement plus élevé de l'activité économique observé récemment.

◀ *L'économie devrait se remettre graduellement à tourner à plein régime d'ici le premier semestre de 2013.*

L'inflation

Par suite de la remontée des prix de l'essence ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue à un niveau plus élevé qu'on ne l'entrevoyait.

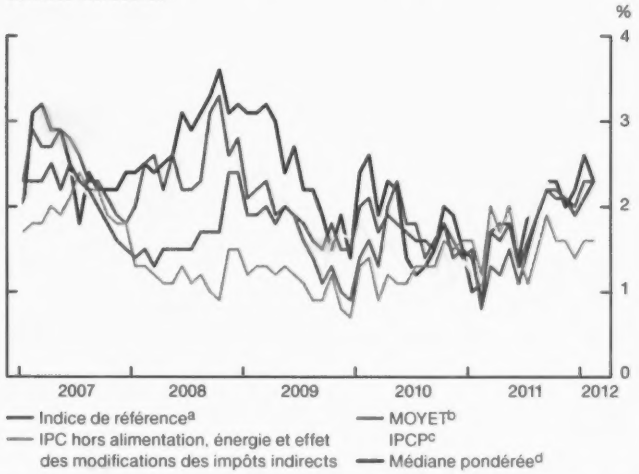
L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située en moyenne à 2,2 % en janvier et février, soit un chiffre quelque peu supérieur à celui de 2,1 % enregistré au quatrième trimestre de l'année dernière. Comme on l'avait prévu, la hausse graduelle par rapport au taux de 1,5 % affiché au premier semestre de 2011 tient en partie aux effets retardés du renchérissement des produits agricoles à l'échelle mondiale sur les prix des aliments et des vêtements, de même qu'à la dissipation de l'incidence de l'introduction de la taxe de vente harmonisée (TVH) en Ontario et en Colombie-Britannique au troisième trimestre de 2010 sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel. Ce mouvement à la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence se constate également dans d'autres mesures de l'inflation sous-jacente (**Graphique 32**). Malgré le rythme d'accroissement plus élevé de l'indice de référence, celui de l'IPC global, après avoir culminé à 3,4 % au deuxième trimestre de 2011, a reculé pour s'établir à 2,6 % en moyenne en janvier et février. Cette baisse s'explique par une certaine modération des prix de l'essence par rapport aux niveaux observés il y a un an, ainsi que par la disparition des répercussions directes de la TVH sur l'inflation en glissement annuel. Toutefois, par suite de la remontée des prix de l'essence ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue à un niveau plus élevé qu'on ne l'entrevoyait en janvier.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en avril font état pour 2012 et 2013 de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 2,1 % et de 2,0 %, respectivement. Selon

Graphique 32 : L'inflation sous-jacente s'est inscrite légèrement à la hausse ces derniers temps

Différentes mesures de l'inflation sous-jacente, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
b. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution.
c. Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
d. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond au taux de variation du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : février 2012

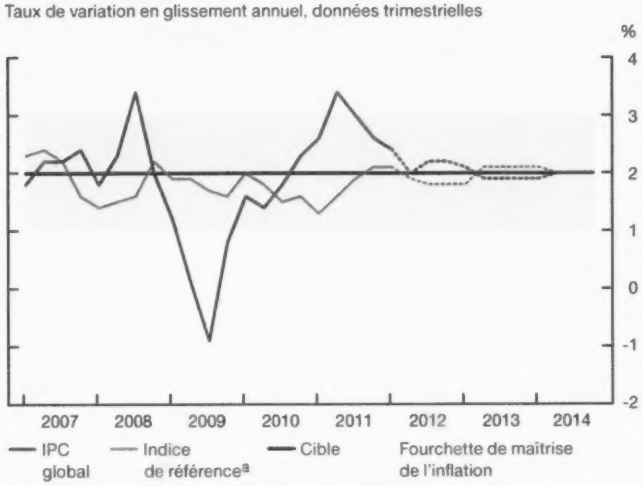
l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque, plus de 90 % des firmes estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne demeurera à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection (**Graphique 33**), alors que l'économie continue de tourner près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée (**Graphique 34**) et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. La Banque prévoit un léger repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence dans les prochains mois, en raison de la disparition des effets de la montée des prix des aliments et des vêtements sur le taux d'inflation en glissement annuel, de même que de la baisse des prix de l'électricité. Elle anticipe que le rythme d'augmentation de l'indice de référence regagnera 2 % par la suite, l'offre excédentaire se résorbant complètement. En outre, les effets indirects du rétablissement annoncé de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient se traduire par une hausse modeste et temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence, à compter du deuxième trimestre de 2013[8].

Graphique 33 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait rester aux environs de 2 % au cours de la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



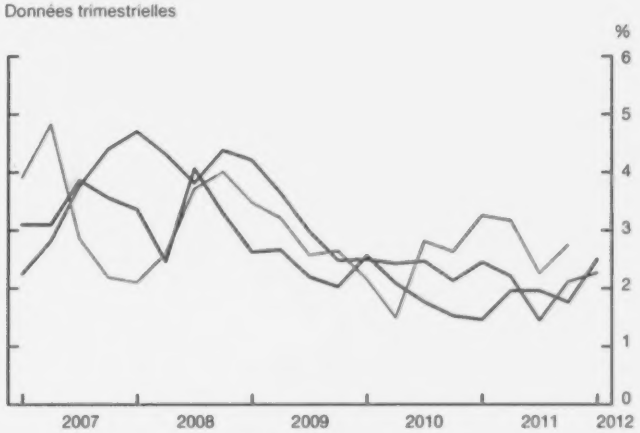
Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

8 La Colombie-Britannique a annoncé qu'en avril 2013, elle allait annuler l'harmonisation, en vigueur depuis juillet 2010, de sa taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. La section sur la projection en matière d'inflation du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2010 contenait des précisions sur les estimations de l'incidence directe de cette harmonisation sur l'inflation mesurée par l'IPC global et de son incidence indirecte sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Selon les calculs de la Banque, les modifications annoncées visant la TVH et les autres impôts indirects en Colombie-Britannique devraient se traduire temporairement, entre le deuxième trimestre de 2013 et le premier trimestre de 2014, par une hausse estimative de 0,1 point de pourcentage du taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice de référence et par une baisse estimative de 0,1 point de pourcentage de celui de l'IPC global. Tout comme dans le scénario de référence de janvier, la projection intègre également l'incidence de la majoration de la taxe de vente du Québec en janvier 2012, qui, d'après les estimations, devrait ajouter 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global en 2012. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications des impôts indirects, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces changements sur les prix.

Graphique 34 : La rémunération du travail a progressé modérément ces derniers trimestres

Données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2012 pour l'augmentation effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés sont établis de manière approximative à partir des données de janvier.

Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada — Dernières observations : 2011T4 et 2012T1

L'inflation sous-jacente est un peu plus élevée que dans le *Rapport* de janvier, en bonne partie à cause des capacités excédentaires moindres au sein de l'économie.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait fléchir dans les prochains mois pour se situer près de la cible de 2 %.

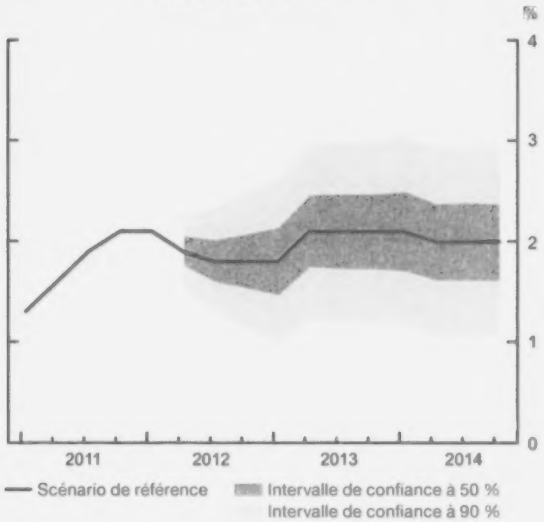
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait également fléchir dans les prochains mois pour se situer près de 2 %, compte tenu en partie d'une baisse du taux d'accroissement de l'indice de référence, et demeurer aux alentours de la cible durant le reste de la période projetée. La Banque ne s'attend plus à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global descende sensiblement sous les 2 % plus tard en 2012. Cela tient à une inflation sous-jacente un peu plus élevée et, surtout, au fait que les prix plus élevés de l'essence observés récemment (attribuables principalement à l'ascension des cours du pétrole brut Brent, **Encadré 1**) devraient se révéler plus persistants.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 35** et le **Graphique 36** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2012 à la fin de 2014.

Graphique 35 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

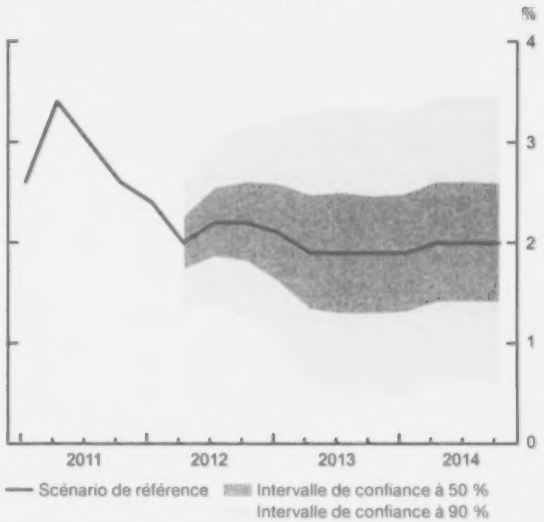
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 36 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Malgré l'amélioration récente des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés. La prise d'importantes mesures destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro a réduit la probabilité d'un événement négatif extrême, mais les risques à cet égard restent nettement à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix du pétrole soient plus élevés qu'attendu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus persistantes qu'anticipé présentement si les prix du pétrole continuent d'augmenter et demeurent au-dessus des niveaux indiqués par les cours actuels des contrats à terme.
- La demande du secteur privé aux États-Unis pourrait être plus forte que prévu et la politique budgétaire pourrait exercer un effet modérateur plus faible qu'escompté sur la croissance si les autorités américaines étalent les mesures d'assainissement budgétaire après les élections de novembre.
- Les dépenses des ménages canadiens ont été plus robustes qu'attendu et pourraient afficher un dynamisme supérieur à ce qu'on entrevoit actuellement.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à une nouvelle intensification des inquiétudes concernant la dette souveraine et le secteur bancaire en Europe, et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

- Bien que les mesures de politique destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro aient contribué à une certaine amélioration de la situation sur les marchés européens des titres d'emprunt et de la conjoncture financière internationale, ce risque pourrait s'accroître de nouveau et se répercuter sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux.
- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.